

**АБДЫНАСЫРОВ У.Т.**

**Рынок ценных бумаг Кыргызской Республики  
и совершенствование государственного регулирования**

**Научное издание**

**Бишкек-2002**

БКК 65.9 (2)  
А—13

**URAN ABDYNASYROV**

**SECURITIES MARKET OF KYRGYZ REPUBLIC  
AND IMPROVING OF STATE REGULATION**

**Bishkek-2002**

ББК 65.9 (2)

А—13

АО «Акыл» – Издательский Дом «Кыргызстан»  
удостоен сертификата  
Европейского качества «EMRC»  
Бельгия, Брюссель-2000

**Абдынасыров У. Т.**

Ответственный редактор:

Заслуженный деятель науки Кыргызской Республики,  
Доктор экономических наук, профессор, Сыдыков К.С.

Рецензенты:

Доктор экономических наук, Койчуманов Т. Дж.  
Доктор юридических наук, Бейшембиев Э. Дж.

А—13 Рынок ценных бумаг Кыргызской Республики и совершенствование государственного регулирования. — Б.: Кыргызстан, 2002. — 224с.

ISBN 5-655-01470-x

В монографии освещаются актуальные проблемы формирования, становления и развития развивающихся рынков капитала. Предложен анализ эмиссий корпоративных ценных бумаг, дается оценка современного состояния деятельности на фондовом рынке Кыргызской Республики, освещается сравнительный уровень состояния рынков капитала в странах с развивающимися рынками. Особое внимание уделено вопросам государственного регулирования в становлении и развитии рынка ценных бумаг в Кыргызстане. Данная монография может представлять интерес для профессиональных участников рынка ценных бумаг, инвесторов, студентов высших учебных заведений, а также для широкого круга читателей и лиц, кто изучает рынок ценных бумаг.

Допущено Министерством образования и культуры для использования в качестве учебного материала в программах обучения ВУЗ.

**0605010000**

**А**

**М 451 (11)**

**ББК 65.9 (2)**

ISBN 5-655-01470-x

Uran Abdynasyrov

Responsible editor:

Deserved Scientist of Kyrgyz Republic,

The doctor of economic sciences, professor, K.S. Sydykov

Reviewers:

The doctor of Economic sciences, Koichumanov T.D.

The doctor of Juridical sciences, Beishembiev E.D.

A—13            Securities Market of Kyrgyz Republic and Improving of State Regulation.  
— Б.: Kyrgyzstan, 2002. — 224 p.

ISBN 5-655-01470-x

The monographic book overviewed the actual problems of formation, creation and development of the developing capital markets. The special attention focused on the questions of state regulation during the initial stage of formation and development of the securities market in Kyrgyz Republic.

The given monographic book can be interest for the professional participants of the securities market, investors, students of the higher educational establishment, also for all who is studying the securities market.

Is allowed by Ministry of education and culture for using as an educational material in the programs of training of the higher educational establishment

Uran Abdynasyrov.,

The Candidate of Economic Sciences

Bishkek, Akyl Printing House

**0605010000**

**A**

**M 451 (11)**

**ББК 65.9 (2)**

ISBN 5-655-01470-x

Bishkek-2002

## **СОДЕРЖАНИЕ**

**Введение**

**ГЛАВА I.**

## **Теоретические вопросы функционирования рынка капиталов в рыночной экономике**

- 1.1. Формирование инвестиционных потоков в экономике  
и их влияние на механизмы ссудного капитала.....
- 1.2. Особенности функционирования фиктивного  
капитала в рыночной экономике.....
- 1.3. Основные характеристики видов, типов ценных бумаг
- 1.4. Механизм обращения ценных бумаг.....
- 1.5. Обзор состояния развивающихся рынков ценных бумаг и особенности  
государственного регулирования .....

## **Глава II. Анализ эмиссии ценных бумаг, имеющие обращение в Кыргызской Республике.....**

- 2.1. Государственные ценные бумаги.....
- 2.2. Анализ динамики эмиссии корпоративных ценных бумаг и его влияние на внутренний  
валовой продукт.....
- 2.3. Сравнительный анализ эмиссий акционерных обществ.....

## **Глава III. Состояние развития деятельности на рынке ценных бумаг Кыргызской Республики...**

- 3.1. Оценка развития профессиональной деятельности на  
рынке ценных бумаг .....
- 3.2. Состояние развития институтов коллективного инвестирования в структуре  
экономики Кыргызской Республики.....
- 3.3. Саморегулирование, как метод рыночной организации деятельности на рынке ценных  
бумаг и опыт мировой практики.....
- 3.4. Рейтинг как статистический метод оценки качества эмитента и  
их ценных бумаг .....

## **Глава IV. Основные направления совершенствования государственного регулирующего рынка ценных бумаг в Кыргызской Республике...**

- 4.1. Степень развития законодательной базы для регулирования отношений на рынке  
ценных бумаг.....
- 4.2. Лицензирование как форма государственного регулирования  
профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг.....
- 4.3. Раскрытие информации, как механизм обеспечения финансовой прозрачности  
деятельности эмитентов ценных бумаг.....
- 4.4. Совершенствование государственного надзора на рынке ценных бумаг...

**Заключение.....**

**Приложение 1.....**

**Приложение 2.....**

**Список литературы.....**

# Contents

**Introduction** .....

## **Chapter I.**

**Theoretical questions of functioning  
the capital markets in market economy**.....

- 1.1. Formation of the investments flows in economy  
and their influence to mechanisms of the loan capital .....
- 1.2. Peculiarity of functioning of the fictitious  
capital in market economy .....
- 1.3. The main characters of kinds, types the securities.....
- 1.4. . Mechanism of the securities circulation.....
- 1.5. Survey the condition of the developing securities markets and peculiarity the state  
regulation .....

## **Chapter II.**

**The analysis issue of the securities , have the circulation  
in Kyrgyz Republic**.....

- 2.1. Government securities .....
- 2.2. Analysis of the dynamic issue of the corporate securities  
and its influence to the gross domestic product .....
- 2.3. Comparative analysis of the issues of joint-stock companies  
societies.....

## **Chapter III**

**Condition of development of the activity on  
the securities market**.....

- 3.1. Estimation of the development professional activity  
on the securities market .....
- 3.2. Condition of development of the collective investment institutions  
in structure of Kyrgyz economy.....
- 3.3. Self-regulation, as a method of market  
organization of activity on the securities market  
and experiment of the world practice .....
- 3.4. Rating as a statistical method Of estimation  
of the quality the issuer and their securities .....

## **Chapter IV.**

**Major directions of improving  
state regulation of the securities market in Kyrgyz Republic** .....

- 4.1. Degree of development of the legislative base  
for regulation the relations in the securities market .....
- 4.2. Licensing as a form of state regulations of professional activity  
on the securities market .....
- 4.3. Disclosure of the information, as the mechanism  
maintenance the financial transparency

of the activity the issuer of securities .....

4.4. Perfection of state

supervision on the securities market .....

**Conclusion**.....

**Appendix 1**.....

**Appendix 2**.....

**Reference list** .....

## Введение

Данная книга является попыткой рассмотреть, как экономическая категория ценных бумаг возникает и развивается в системе рыночных отношений. Для этого также проводится анализ состояния сектора рынка капиталов в экономике Кыргызской Республики и предлагаются основные пути развития его государственного регулирования.

Рынок ценных бумаг, являясь новым сектором экономики республики, занял свою нишу и выполняет задачу мобилизации капитала для производства, а также обеспечивает перелив инвестиций в сектор эффективных предприятий. Может быть, еще не так эффективно, как это происходит в развитых рыночных странах, но все-таки данный механизм заработал и развивается по своим законам и логикой.

Вопрос привлечения инвестиций в реальный сектор республики является сегодня краеугольным вопросом государственной экономической политики. Президент Кыргызской Республики А.Акаев в своем докладе на расширенном заседании правительства отметил, что «устойчивый экономический рост требует постоянного роста уровня сбережений и инвестиций в экономике»<sup>1</sup>.

Данная проблематика отражена, как приоритетная в Комплексной основе развития Кыргызской Республики до 2010 года. «Еще одной важной задачей является дальнейшее развитие и укрепление рынка ценных бумаг. Предстоит дальнейшее развитие нормативно-правовой базы и инфраструктуры фондового рынка, обеспечивающих его прозрачность, надежность и легитимность заключаемых сделок, защиту интересов инвесторов, соответствие международным требованиям и стандартам»<sup>2</sup>.

Население республики также проявляет все более возрастающий интерес к фондовому рынку. Прежде всего в вопросах, связанных с эффективным проведением операций с ценными бумагами и другими финансовыми инструментами, как к потенциальным источникам получения личной финансовой выгоды.

Рассматривая этот сектор экономики с позиций общих тенденций, происходящих в этой области в современном мире, следует отметить, что рынки капиталов имеют свою особенность, они в большей степени подвержены процессу «глобализации» экономик. Это главным образом связано с развитием современных технологий, позволяющих осуществлять торговлю ценными бумагами с другими странами по сети «Интернет», разумеется при выполнении определенных условий и требований продажи. Вопросы интеграции рынков капитала, как элемент «глобализации» экономик стран мира представляют особый интерес для Кыргызстана.

В настоящее время в Кыргызской Республике сформирован и реально действует рынок капиталов, который представляет собой совершенно новый сектор финансового рынка страны. «Будущее страны и его личное благополучие зависит от притока прямых инвестиций в экономику.»<sup>3</sup>. Фондовый рынок республики имеет широкие перспективы и обладает большими возможностями и ему еще предстоит сыграть свою важную, созидательную роль в развитии экономики, в привлечении инвестиций в реальный сектор экономики.

Рынок ценных бумаг республики относится к рынкам так называемого «развивающегося» типа. Всего 10 лет назад население республики практически не имело представления о том, что такое фондовый рынок, поскольку в условиях социалистического хозяйствования такой экономической категории просто не существовало. В то время имели хождение лишь долговые бумаги, эмитируемые Правительством в форме займов (облигаций). При этом население особо не вникало в содержание прав и обязанностей, которые вытекали из владения данным товаром.

---

<sup>1</sup> Акаев А.А. «Работа на будущее обеспечит настоящее». «Слово Кыргызстана», 25 января 2002 г., с. 3

<sup>2</sup> Комплексная основа развития Кыргызской Республики до 2010 года, общенациональная стратегия, Бишкек 2001, с.77.

<sup>3</sup> Акаев А.А. «Работа на будущее обеспечит настоящее», доклад о задачах на текущий год. «Слово Кыргызстана», 25 января 2002 г. с.2.

В 1991 году, с началом проведения в Кыргызстане широкой приватизации государственной собственности население страны впервые столкнулось с такими новыми понятиями, как «акционерное общество», «акционер» и «акция».

«Процесс организованной массовой приватизации начался с мая 1994 года, хотя «спонтанная приватизация» шла активно уже с 1990г. В результате массовой приватизации большинство граждан Кыргызстана стали владельцами собственности в виде акций приватизированных предприятий.»<sup>4</sup>

Сегодня в Кыргызстане приватизировано свыше 80 процентов бывших государственных предприятий, существует свыше тысячи акционерных обществ, почти четверть населения республики является владельцами ценных бумаг.

Предприятия реального сектора экономики республики активно делают первые шаги по привлечению необходимых денежных ресурсов путем размещения эмиссий ценных бумаг. В то же время ежегодный общий объем дополнительных эмиссий ценных бумаг составляет около 1 млрд. сомов или 7% от общего объема эмиссий. Таким образом масса корпоративных ценных бумаг акционерных обществ значительна и потенциально должна оказывать существенное влияние на экономические процессы происходящие в республике.

Рынок ценных бумаг стал реальным механизмом привлечения иностранных инвестиций. «Стабильная макроэкономическая среда позволит утвердиться надежной финансовой системе, которая обеспечит возможность аккумулирования и эффективного перераспределения внутренних сбережений и привлечения прямых иностранных инвестиций. Инвестиционная привлекательность экономики Кыргызстана будет обеспечена благодаря всемерной поддержке экспорта и растущему, вследствие сокращения бедности, внутреннему спросу»<sup>5</sup>.

Как известно из мировой практики, крупные финансовые иностранные инвесторы широко используют акции для приобретения определенной доли компаний, главным образом с целью контролирования ее деятельности. К сожалению, в условиях низкой прибыльности корпоративных ценных бумаг (в основном это – акции) и высокой рисковости проведения операций на отечественном рынке, инвестиции со стороны иностранных портфельных инвесторов еще не имеют широкого использования.

Следует отметить, что с 1993 года Правительство республики осуществляет выпуски различных видов государственных ценных бумаг (казначейских векселей и облигаций). За период с 1993 по 2000 годы Министерством финансов было выпущено государственных долговых ценных бумаг на сумму 5,3 млрд. сомов, из них погашено на сумму 4,5 млрд. сомов. Приведенные данные также свидетельствуют о значительном потенциале отечественного рынка государственных ценных бумаг. Большие потенциал имеет развитие муниципальных облигаций, которые, к сожалению, не получили развития в республике.

За последние годы на рынке ценных бумаг республики была сформирована прослойка профессиональных участников рынка ценных бумаг, таких как брокеры, дилеры, специализированные регистраторы, а также институциональные инвесторы – инвестиционные фонды.

В настоящее время одним из важнейших институтов рынка ценных бумаг является Кыргызская фондовая биржа - главная торговая площадка профессиональных участников рынка ценных бумаг. В задачи фондовой биржи входит решение вопросов, связанных с обеспечением эффективного, безопасного и прозрачного обращения ценных бумаг на фондовом рынке. Фондовая биржа традиционно является местом сосредоточения продавцов и покупателей инвестиционных ресурсов. Совершение операций через организованную торговую площадку дает возможность быстрого совершения сделок с ценными бумагами. Фондовая биржа одновременно является своеобразным барометром

---

<sup>4</sup> Акаев А.А., «Переходная экономика глазами физика» (Математическая модель переходной экономики), Бишкек 2000, с.14.

<sup>5</sup> Комплексная основа развития Кыргызской Республики до 2010 года, общенациональная стратегия, Бишкек 2001,с.70.

деловой активности на рынке и позволяет определять реальную стоимость того или иного предприятия, что является весьма важным для объективной оценки экономического комплекса в целом.

С момента открытия Кыргызской фондовой биржи, в мае 1995 года, процедуру листинга на ней прошли всего 61 эмитент Кыргызской Республики. В их число входят такие крупные АО как, «Кыргызэнерго», «Кыргызтелеком», «Кыргызнефтегаз», «Кара-Балтинский горнорудный комбинат» и «Кадамжайский сурьмяной комбинат». Сегодня членами биржи являются 16 профессиональных участников рынка ценных бумаг и мы ожидаем, что в ближайшее время их число увеличится.

Крайне важно, чтобы институт фондовой биржи работал стабильно, не допуская резких скачков рыночных котировок, которые имеют место сегодня в практике.

При этом следовало бы отметить, что практически все регионы страны задействованы в торговле в ценными бумагами, поскольку брокерские компании уже имеют региональные филиалы и представительства.

Было бы целесообразным изучить вопрос сближения и концентрации сделок с различными видами ценных бумаг на КФБ, включая государственные долговые, что заставило бы работать коммерческие банки на лицензированной торговой площадке, а также увеличить количество финансовых инструментов на единой торговой площадке. Следует отметить, что государственные долговые бумаги имеют слабое хождение на вторичном рынке, не имеют широкого распространения среди потенциальных, мелких инвесторов республики.

В октябре 1999 года Правительством Кыргызской Республики было принято Постановление «Об утверждении Плана мероприятий по концентрации рынков корпоративных, государственных ценных бумаг и иностранной валюты на Кыргызской фондовой бирже», «О реализации государственной доли акций акционерных обществ на Кыргызской фондовой бирже», которым предусматривается принятие мер по объединению движения всех финансовых инструментов через лицензированную торговую площадку и продажу государственных пакетов акций через КФБ. Это позволит содействовать более широкому и прозрачному доступу инвесторов как к корпоративным, так и к государственным ценным бумагам.

Цивилизованный рынок ценных бумаг не может существовать без четко отлаженной работы по оперативному учету прав владельцев и хранению информации о ценных бумагах.

Следует отметить, что до 1999 года в республике активно развивался неучтенный, теневой рынок ценных бумаг. По данным Государственной комиссии по рынку ценных бумаг общий объем сделок совершенных с корпоративными ценными бумагами в 1998 году составил 897 млн. сом., в т.ч. с участием брокеров-дилеров – 150 млн. сом. Это свидетельствовало о том, что лишь 17% от общего объема сделок с корпоративными ценными бумагами проводились при посредничестве профессиональных участников рынка ценных бумаг.

Если профессиональные участники рынка ценных бумаг подконтрольны Государственной комиссии при Правительстве Кыргызской Республики по рынку ценных бумаг и регулярно представляют ей отчеты о своей деятельности, то сделки совершавшиеся лицами, не имеющими лицензии являлись абсолютно непрозрачными. Это приводило к нарушениям при оформлении сделок, при переоформлении прав собственности на ценные бумаги и служило причиной возникновения конфликтов, нарушения прав акционеров и инвесторов. В тоже время, в условиях, когда практически отсутствует общедоступная информация о ценах покупки и продажи ценных бумаг, возникала возможность манипулирования ценами. В результате чего разница между ценой покупки и ценой продажи достигало 50%. Такая большая маржа являлась одной из причин низкой ликвидности ценных бумаг. Потенциальные инвесторы не хотели покупать ценные бумаги, заведомо зная, что они смогут их продать по цене в два раза дешевле.

Для решения перечисленных вопросов был издан Указ Президента Кыргызской Республики «О мерах по дальнейшему развитию организованного рынка ценных бумаг от 10 мая 1999 года, где установлена норма продажи ценных бумаг только через

организованную торговую площадку. Данный Указ главы государства открыл новый этап эффективного развития организованного рынка страны.

Благодаря повышенному интересу иностранных инвесторов к рынку ценных бумаг республики в 1997-1998 годах и совершенных ими операций, отечественные брокерско-дилерские компании смогли поправить свое финансовое положение, сформировать и обучить кадры, приобрести необходимую технику, компьютерные программы.

Инвестиционные фонды являются первыми профессиональными участниками рынка ценных бумаг, которые внесли большой вклад в его формирование. Сегодня необходимо поднять их роль, как институтов коллективного инвестирования. Инвестиционные фонды должны осуществлять здоровую конкуренцию с коммерческими банками за свободные средства населения и предприятий, с дальнейшим их инвестированием в реальный сектор экономики. Необходимо содействовать созданию новых инвестиционных фондов образованных, как в форме акционерных инвестиционных фондов, так и в форме паевых фондов, деятельность которых должна быть абсолютно прозрачной и контролируемой государством в интересах инвесторов.

Специализированные регистраторы играют значительную роль в деле формирования цивилизованного рынка ценных бумаг, их главными задачами являются ведение реестров владельцев ценных бумаг и осуществление передачи прав собственности владельцев ценных бумаг. Как показала практика, в акционерных обществах, заключивших договора с независимыми регистраторами, практически отсутствуют нарушения прав акционеров, незаконное переоформление акций.

В целях повышения финансовой устойчивости деятельности специализированных регистраторов и повышения их ответственности за выполняемую ими работу и защиты инвесторов, необходимо усилить требования предъявляемые к специализированным регистраторам.

Сегодня в республике существуют следующие виды эмиссионных ценных бумаг - корпоративные акции, корпоративные облигации, государственные казначейские векселя, государственные казначейские облигации, муниципальные облигации (первый опыт выпуска муниципальных облигаций осуществила мэрия города Бишкек).

В целях проведения массовой приватизации и справедливой доступности широких слоев населения к процессу приватизации государственной собственности Фондом государственного имущества были размещены «менчиктештируу купону» - «приватизационные купоны», которые в соответствии с положением не должны были иметь номинальной стоимости. Тем не менее, приватизационные купоны имели биржевую котировку и пользовались большим спросом. «Кыргызстанская 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 на купонных аукционах. Программа массовой приватизации была успешно завершена в 1998г.»<sup>6</sup>

Следует отметить, что в последние годы Правительством республики предпринимались попытки создания и выпуска новых видов ценных бумаг, так было принято Правительственное постановление об утверждении положения о жилищных сертификатах, однако видимо из-за непоследовательности работы по данному вопросу, реальной эмиссии жилищных сертификатов в республике не было осуществлено. Законом Кыргызской Республики «О рынке ценных бумаг» предусмотрена возможность выпуска профессиональными участниками рынка ценных бумаг и обращения на территории республики производных ценных бумаг, таких как депозитарные расписки, «опционы», «свопы», «фьючерсы», «варранты» и т.п., к сожалению сегодня наш рынок пока не имеет подобного опыта. А это реальные неиспользованные возможности для привлечения дополнительных финансовых источников в экономику.

---

<sup>6</sup> А.А. Акаев, «Переходная экономика глазами физика» (Математическая модель переходной экономики), Бишкек 2000, с.14.

В целом же сегодня, наибольший объем операций с корпоративными ценными бумагами составляют сделки проводимые с акциями. При этом главным движущим механизмом данного процесса является не рост прибыльности, доходности предприятия и соответственно рост рыночной стоимости активов, а процесс перераспределения собственности и скупки контрольного пакета акций, дающего возможность его обладателю контролировать хозяйственную деятельность предприятия.

Возвращаясь к основному истоку рождения рынка ценных бумаг в республике, которым по праву является начало процесса приватизации, следует сказать, что главной ее целью являлось структурное изменение природы собственности и тиражирование частной собственности.

Теоретически, с передачей частной собственности на средства производства непосредственно населению республики, были должны заработать механизмы эффективной рыночной экономики. К сожалению, этого в республике не произошло.

Напротив, сегодня наблюдается процесс массового банкротства предприятий, что является с одной стороны, результатом непрозрачного распределения собственности в интересах небольшого круга лиц, являющихся руководителями этих предприятий и воздействие не завершившегося эффекта шока, связанного с переориентацией производства на открытый рынок. Процесс банкротства, с одной стороны это реструктуризация неэффективно работающих предприятий, но с другой, это массовое нарушение прав акционеров, доверившие свои средства менеджерам. Поэтому менеджеры должны нести ответственность за доведение до банкротства предприятия и лишения собственности акционеров.

Темпы проведения приватизации в нашей стране были очень высокими, как собственно и во всех пост социалистических странах, где не была подготовлена и развита инфраструктура обращения и эффективного перераспределения акций, что привело к многочисленным нарушениям прав акционеров и создало благоприятную почву для несправедливого распределения собственности. Произошла приватизация в узком смысле этого слова. Не была обеспечена прозрачность данного процесса и простые члены трудового коллектива, а далее первые акционеры не были в курсе текущего состояния их компании (как в финансовом отношении, так и в распределении собственности), что ставило в выигрышное положение, по сравнению с членами трудового коллектива, руководителей этих предприятий, которые имели монополию власти и исключительный доступ ко всей информации о своих предприятиях.

В этой связи, параллельно с осуществлением интенсивной приватизации должна быть решена задача развития инфраструктуры рынка ценных бумаг и обеспечения их эффективного обращения. При отсутствии рынка ценных бумаг в стране, приватизация решает только вопрос привлечения стратегических инвесторов, но не решает проблемы портфельных инвесторов.

История развития кыргызского рынка ценных бумаг насчитывает недолгий период, всего десять лет. Но с точки зрения развития и преодоления барьеров в формировании, приобретенный опыт представляется бесценным. Рынок капиталов - ребенок проводимых реформ в стране и также подвержен всем «болезням» роста, которые переживает общество. Государственное регулирование данного сектора является также приобретает навыки методом «проб и ошибок».

Данная монография адресована широкому кругу специалистов, занимающихся проблемами развития финансового рынка республики: научным работникам, экономистам, финансистам, юристам, профессиональных участников рынка ценных бумаг, инвесторам, студентов высших учебных заведений, а также для всех, кто изучает рынок ценных бумаг.

В монографии освещаются актуальные проблемы формирования, становления и развития развивающихся рынков капитала. Особое внимание уделено вопросам государственного регулирования в становлении и развитии рынка ценных бумаг в Кыргызстане.

Автор выражает благодарность за помощь в подготовке настоящей монографии Сыдыкову К.С., Койчугеву Т.К., Мусакожоеву Ш.М., Койчуманову Т.Дж., Бейшембиеву

Э.Дж., а также всем тем, кто оказал поддержку советами, идеями и другой помощью без которой данная работа не смогла бы быть изданной.

**Глава I. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ВОПРОСЫ  
ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ  
РЫНКА КАПИТАЛОВ  
В РЫНОЧНОЙ ЭКОНОМИКЕ**

**1.1. Формирование инвестиционных потоков в экономике и их влияние на механизмы ссудного капитала**

Современное развитие хозяйственной структуры экономики можно условно подразделить на четыре уровня, сектора: первый - сельское хозяйство; второй - промышленность; третий - торговля, бытовые услуги; четвертый - финансовая индустрия.

Финансовый сектор экономики республики представляет сформированную структуру двух ее основных компонентов, денежного рынка и рынка капиталов. Финансовый рынок - это совокупность рыночных институтов, направляющих поток денежных средств от собственников к заемщикам, который состоит из множества каналов, по которым размещаются денежные средства. Эти каналы можно подразделить на две основные группы: прямого и косвенного финансирования.

В случае прямого финансирования, инвестиционные потоки разделяются на капитальное финансирование и финансирование путем получения займов. Капитальное финансирование - это финансирование заемщика, который получает денежные средства для осуществления инвестиций в обмен на обязательство выплатить эти средства в будущем с оговоренным процентом, но без предоставления кредитору прав на долю собственности заемщика.

Вторая группа - каналы косвенного финансирования, при котором денежные средства от инвесторов к заемщикам проходят через особые институты, называемые финансовыми посредниками. Финансовыми посредниками могут выступать кредитно-финансовые учреждения, такие как коммерческие банки, инвестиционные и пенсионные фонды, брокерские, дилерские, страховые компании и другие финансово-кредитные институты.

Финансовые посредники, или финансовые институты, представляют собой организации, выпускающие финансовые обязательства (т.е. требования к себе) и продающие их в качестве активов за деньги. На полученные таким образом средства приобретаются финансовые активы других компаний.<sup>7</sup>

Рынок капиталов - это общее обозначение сектора экономики, где существует спрос и предложение на различные платежные средства, ценные бумаги, документов залога, хранения, а также прав вытекающие из обязательств и условий заключенных контрактов и т.п.

Рынки капитала. Финансовые рынки, на которых обращаются бумаги сроком погашения свыше одного года.<sup>8</sup> На рынке капиталов заключаются сделки с долгосрочными ценными бумагами, такими, как акции и облигации.<sup>9</sup>

Данный сектор экономики функционирует на основе двух неразрывно связанных подсекторов – ссудного и фиктивного капиталов.

Происхождение и природа ссудного и фиктивного капиталов различна. Возникновение ссудного капитала связано с выделением денежной формы кругооборота промышленного капитала, а фиктивный капитал не выполняет подобных функций в процессе движения промышленного капитала. Данная категория возникает в результате владения ценной бумагой, являющейся содержанием категории фиктивного капитала и дает право ее владельцу на присвоение части прибыли компании, в создании которой фиктивный капитал непосредственно не участвует.

Категория рынка капиталов относится к правовым и финансовым отношениям,

<sup>7</sup> У.Ф. Шарп, Г.Дж. Александер, Д.В. Бэйли «Инвестиции», М.: Инфра-М, 1999 г., стр. 9

<sup>8</sup> У.Ф. Шарп, Г.Дж. Александер, Д.В. Бэйли «Инвестиции», М.: Инфра-М, 1999 г., стр. 967, Л.Дж. Гитман, М.Д. Джонг «Основы инвестирования», М., Дело, 1997 г., стр. 41.

<sup>9</sup> Л.Дж. Гитман, М.Д. Джонг, «Основы инвестирования», М., Дело, 1997 г., стр. 41.

которые характерны также и к кредитному рынку. Кредит (произошло от латинского «creditum» - ссуда, долг) на финансовом рынке – отношения, возникающие при временном предоставлении денежных средств заемщику на условиях свободного или целевого распоряжения отсрочки возврата эквивалентной стоимости и с уплатой процента. Процент в данном случае выступает, как вознаграждение либо плата заемщика за предоставленные в долг денежные средства.

Кредитный рынок играет важную роль в развитии экономики, 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 настоящего рынка происходит перелив капитала в секторы экономики, переживающие бурный рост и соответственно нуждающимся в более широких потоках инвестиций. Такой механизм обеспечивается и функционирует через формирование уровня процента, оказывающего решающее воздействие на стоимость инвестиций.

Надо отметить, что обычно индустриальный сектор экономики в целом берет займы больше, чем дает. Поэтому можно сказать, что одной из основных задач функционирования кредитного рынка является мобилизация денежных средств населения с целью инвестирования индустриального сектора.

Настоящий рынок отличается от других рынков единством и однородностью товара - ссудного капитала. Ссудный капитал имеет специфический, особый кругооборот, который отличается от кругооборота функционирующего капитала (торговый и промышленный капитал) тем, что в процессе кругооборота на одних участках временно высвобождаются денежные средства, на других - временно возникает дополнительная потребность в них.<sup>10</sup>

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 рынке.<sup>11</sup>

Если рассмотреть схематично природу формирования ссудного капитала в рамках одной страны, то следует отметить, что в процессе кругооборота финансовых потоков капитал образуется из поступлений следующих основных источников: свободных денежных накоплений хозяйствующих субъектов; денежных сбережений населения; ресурсов государственного и общественного секторов, а также инвестиций международного финансового рынка и инвестиций зарубежных стран.

Важную роль в формировании инвестиционных потоков ссудного капитала играют накопления, которые образуются в результате кругооборота капитала хозяйствующих субъектов. Под инвестициями понимаются те экономические ресурсы, которые направляются на увеличение реального капитала общества, т.е. на расширение или модернизацию производственного капитала.<sup>12</sup>

Это, прежде всего, временно высвобожденные денежные суммы, которые систематически накапливаются в форме амортизационных отчислений для возмещения стоимости основного капитала. Обычно такие суммы хранятся на банковских счетах до момента обновления основного капитала и используются кредитно-денежной системой для предоставления ссуд. Нераспределенная прибыль также составляет сбережения предприятия. Так, временно свободные денежные средства образуются в процессе обращения переменного капитала. Например, значительные суммы накапливаются в процессе производства за счет извлечения добавленной стоимости.

Определенная часть этих сумм периодически выплачивается акционерам в форме дивидендов на вложенный капитал. В учебниках, излагающих теорию акционерной компании, принято писать о том, что дивиденд по сути превращается в ссудный процент. Речь, прежде всего, о том, что для акционеров дивиденды, получаемые с тех денег,

---

<sup>10</sup> М. Дж. Лайлиева «Формирование рынка ценных бумаг в Кыргызской Республике», Бишкек, Илим, 1995 г., стр. 7

<sup>11</sup> Л.ДЖ. Гитман, М.Д. Джонг «Основы инвестирования», М., Дело, 1997 г., стр.15

<sup>12</sup> К. Эклунд «Эффективная экономика. Шведская модель», М., Экономика, 1991 г.с. 99

которые они вложили в покупку акций, - это тот же ссудный процент. Ведь для вкладчика капитала помимо акций существуют другие возможные объекты капиталовложений. Поэтому он принимает решение о том, куда вкладывать, сравнив проценты по банковским вкладам и дивиденды. Корпорация же в свою очередь выплачивает в качестве дивидендов не всю полученную прибыль, а столько, сколько нужно для того чтобы уровень дивидендов был примерно равным ссудному проценту. Следовательно, превращение дивиденда в ссудный процент происходит под воздействием двух процессов, а акционеры становятся ростовщиками<sup>13</sup>

В соответствии с пунктом 3 статьи 70 Закона Кыргызской Республики «О хозяйственных товариществах и обществах» сумма, направляемая на выплату дивидендов не должна быть не менее, чем 25 процентов от прибыли общества. Часть суммы из текущей прибыли накапливается для расширения и модернизации производства нового строительства. Подобные накопления денежных средств увеличивают предложение ссудного капитала.

Свободные денежные сбережения, находящиеся у населения могут направляться в экономику различными методами:

- 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 хозяйственных субъектов.

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

Инвестиционные потоки государственного сектора формируются: во-первых, из экспортно-импортной политики, налогов и общественных расходов. Инвестиционные потоки, связанные с функционированием рынка ценных бумаг, формируются в виде заимствования на отечественном и зарубежном кредитном рынках денежных средств в различных формах возвратности, а также прямого кредитования инвестиционных проектов. 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, производятся: 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 финансирования своих программ развития на основе рыночных методов.

Эффективность функционирования внутреннего производства государства отражается на состоянии и показателях внешней торговли. Колебания торгового сальдо находят свое отражение в колебаниях платежного баланса страны. Дефицит торгового сальдо приходится финансировать за счет иностранного заимствования, в то время, как активное сальдо представляет собой предоставление кредита за рубеж.

Для кредитного рынка характерна многоступенчатость и специализация его отдельных сфер, что связано с разнообразием источников мобилизации капитала и различием форм кредитов. Существует много различных форм сбережений и способов заимствования, под целесообразность и рациональность применения которых развивается инструментарии заимствования кредитного рынка.

Сферой приложения рынка ссудного капитала чаще всего являются денежные ссуды кредитных учреждений и рынок ценных бумаг. Более точным будет подход к разграничению рынка ссудных капиталов с позиции ссуды денег и ссуды капитала, причем постоянно следует иметь в виду, что рынок ссудных капиталов - это единый рынок, а ссудный капитал является одновременно и деньгами, и капиталом.

Между деньгами и ссудным капиталом существуют не только сходство, но и значительные различия. Дело в том, что ссудный капитал и кредит обладают

<sup>13</sup> Х. Окумура «Корпоративный капитализм в Японии», М., Мысль, 1986 г., с. 90

двойственным характером, с одной стороны, ссудный капитал является совокупностью покупательных и платежных средств и выступает в форме ссуды денег, с другой он - специфичный товар обладающий самовозрастающей стоимостью, капиталом, поэтому представляет такую форму кредита которую называют ссудой капитала.

Важным различием между ссудным капиталом и деньгами заключается в значительном превышении массы ссудного капитала над количеством денег в обращении: одна и та же сумма денег может многократно ссужаться, обслуживая оборот ссудного капитала, Вместе с тем в условиях широкого развития кредитно-банковских операций усиливается связь между денежным обращением и кругооборотом ссудного капитала.

Одним из способов разграничения разных форм капитала является определение их ликвидности, то есть насколько быстро можно обратить в платежные средства или превратить в наличные деньги. Ликвидность - способность держателя акций продать ее по цене, близкой к цене предыдущей покупки этой акции при условии, что не появилось новой существенной информации со времени предыдущей покупки. Другими словами, возможность продать актив быстро и не делая существенной уступки в цене.<sup>14</sup> Или Ликвидность означает издержки, связанные с покупкой или продажей ценной бумаги «в спешке»<sup>15</sup>

Надо отметить, что кроме наличных денег к категориям высокой ликвидности относят банковские вклады, не ограниченные каким-либо сроком, краткосрочные банковские векселя, акции, отнесенные к стабильным, безрисковым и облигации быстро развивающихся компаний, небанковских финансовых учреждений, других хозяйствующих субъектов, имеющих высокий кредитный рейтинг и относящиеся к передовой группе в листинге фондовых бирж. Напротив низкой ликвидностью обладают долгосрочные формы кредита и займов, а также рискованные ценные бумаги.

Существует ряд переходных форм ликвидности и спроса между наличными деньгами и долгосрочными займами, поскольку даже займы с длительным сроком погашения в определенных случаях могут быть высоко ликвидными, если они активно покупаются и продаются на открытом рынке.

Таким образом, в составе рынка ссудных капиталов можно выделить рынок краткосрочных ссуд, который традиционно именуется денежным, и рынок средне - и долгосрочных ссуд, именуемый рынком капиталов. В свою очередь, рынок капиталов включает в себя рынок долгосрочных банковских кредитов, в его составе можно выделить и рынок ценных бумаг со средне- и долгосрочным сроком обращения.

Высокий процент по вложениям приводит к увеличению объемов заимствования на рынке и переливу его в кредитный рынок. С другой стороны это также означает уменьшение предложения на рынке денег. Напротив увеличение предложения денег на рынке приводит к уменьшению процентной ставки и соответственно уменьшению вкладов в высоко ликвидные активы и более привлекательным становится вложение в ценные бумаги.

Отрасль ценных бумаг в экономике выполняет важную роль формирования инвестиционных потоков, которые направляются в реальный сектор посредством специализированных финансовых инструментов. Такие инструменты регулируются и обращаются по собственным порядкам и закономерностям. Поскольку основной целью данной работы является исследование формирования зарождающегося рынка ценных бумаг, то следует перейти к более подробному освещению функционирования рынка фиктивного капитала.

## **1.2. Особенности функционирования фиктивного капитала в рыночной экономике**

Рынок фиктивного капитала выступает как часть финансового рынка и является сферой приложения ссудного капитала. Фиктивный капитал — это капитал, представленный в ценных бумагах, регулярно приносящих доход в форме процента или дивиденда.

<sup>14</sup> У. Ф. Шарп, Г. Дж. Александер, Д.В. Бейли «Инвестиции», М., Ифра –М, 1999 г., стр 980

<sup>15</sup> там же, с.280

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.

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.

Ценная бумага — 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.

В конечном итоге, это не очень отличается от того, что писал еще Карл Маркс, опираясь на бытовавшие в прошлом веке представления: «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»<sup>16</sup>.

В соответствии со статьей 37 Гражданского общества Кыргызской Республики ценной бумагой признается «документ или иной установленный законодательством способ фиксации прав, удостоверяющий с соблюдением формы и обязательных реквизитов имущественные права». Как известно, кыргызское законодательство относясь к континентальной системе права, 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.

В соответствии с американским Законом «О ценных бумаг» 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, подписка или предварительный сертификат, переводную акцию, инвестиционный контракт, сертификат о представлении права на голосование, депозитный сертификат, для ценной бумаги, любой опцион или привилегия 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, каковы 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, по мимо 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

<sup>16</sup> К. Маркс, «Капитал. »\_ Москва: ИПЛ.-1978.-Т. 3.-С. 509-510

или нескольких положений настоящего документа, какие по своим условиям не подпадают под определение «исключённой ценной бумаги» или «исключённых ценных бумаг»<sup>17</sup>.

В данном законодательстве также описаны иные виды ценных бумаг — например «муниципальные ценные бумаги», «ценная бумага, относящаяся к залoгу» и др.

Если рассмотреть подходы к определению в двух законодательствах, то следует отметить, что в 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 во многом унифицировано с российским законодательством, которое, в свою очередь, основывалось на американских законах.

Однако, подходы несколько отличаются от подходов американского законодательства, где ценными бумагами признаются достаточно конкретный перечень документов, которые могут так именоваться, а также к ценным бумагам отнесены 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.

В этой связи представляется интересным рассмотреть сравнительную классификацию ценных бумаг предложенную в монографии Ратникова К.Ю. «Американские депозитарные расписки, как способ выхода российских компаний на международный рынок»<sup>18</sup>.

### **Классификация ценных бумаг в праве России.**

М. М. Агарков выделяет ( 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.<sup>19</sup>)

В отечественной правовой науке, использующей настоящую классификацию, грядут перемены, которых требует практика. Помимо критерия «легитимированности держателя» существуют и другие. Среди них, например, наличие у ценной бумаги документальной либо электронной формы. Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» также дополняет классификацию понятием «эмиссионной ценной бумаги». Под ней статья 2 закона рассматривает «любую ценную бумагу, в том числе бездокументарную, которая характеризуется одновременно следующими признаками:(1)закрепляет совокупность имущественных и неимущественных прав, подлежащих удостоверению, уступке и безусловному осуществлению с соблюдением установленной формы и порядка, (2) размещается выпусками и (3) имеет равные объем и сроки осуществления прав внутри одного выпуска вне зависимости от времени приобретения ценной бумаги.

### **Классификация ценных бумаг в праве в США**

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 не документарные («uncertified

<sup>17</sup> раздел 2 (1) Закона США «О ценных бумаг» от 1933 года, и раздел 3 (а) (10) Закона США «Об обмене ценных бумаг» от 1934 г.

<sup>18</sup> Ратников К. Ю. «Американские депозитарные расписки как способ выхода российских компаний на международный рынок», М., Статут, 1996, с. 28.

<sup>19</sup> М. М. Агарков «Учение о ценных бумагах», «Бек», М., 1994, с. 204-212, 255, 290,304.

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 не засвидетельствованными 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 (3) которые обычно обращаются на фондовых биржах или на рынке ценных бумаг». Если ценные бумаги представляет собой «собственность, которая отдана в залог для обеспечения кредита или сделки по продаже имущества», то они относятся к обеспечительным бумагам («collateral security») <sup>20</sup>

Также выделяют группу «equity securities» (ввиду трудности подбора аналога в русском приводится английское название термина), которые по Правилу Комиссии 3a11-1 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 (российское определение термина дано в п.1 ст82 ГК РФ) 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, выделяют «исключенные ценные бумаги» («exempted security»). Примером таких бумаг служат, например, муниципальные ценные бумаги. В 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» <sup>21</sup>.

Также ценные бумаги по признаку возможности листинга на фондовых биржах, делят 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») <sup>22</sup>

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»).

Приведенная классификация ценных бумаг не является всеобъемлющей. (Российская теория права, также как и право США, знает классификацию ценных бумаг по сроку (долгосрочные, краткосрочные (например, ГКО)), долговые ценные бумаги. Об опционах, правах на нефть и другие природные ресурсы, об инвестиционных контрактах и иных ценных бумагах, созданных американской коммерческой практикой, смотреть op. cit. Edward F. Greene et al., Главы 12-13.) <sup>23</sup>

<sup>20</sup> Black's Law Dictionary by Henry Campbell Black, St. Paul Minn., West publishing Co., 1990, 6<sup>th</sup> edition, c.1355-1356.

<sup>21</sup> Black's Law Dictionary by Henry Campbell Black, St. Paul Minn., West publishing Co., 1990, 6<sup>th</sup> edition, c.1356.

<sup>22</sup> MerriII vs. National Bank(173 U. s. 131, 19S. 360, 43L. Ed. 640)

<sup>23</sup> Ратников К.Ю. «Американские депозитарные расписки как способ выхода российских компаний на международный рынок», М.,Статут,1996, с76-78.

В структуре экономики ценные бумаги выполняют следующие функции:

— перераспределяют инвестиции между отраслями и сферами экономики; территориями и странами; группами и слоями населения; населением и сферами экономики; населением и государством и т.п.;

— предоставляют определенные дополнительные права ее владельцам помимо права на капитал. Например, право на участие в управлении, соответствующую информацию, первоочередность в определенных ситуациях и т.п.;

— обеспечивают получение дохода на капитал и (или) возврат самого капитала и др., формируют определенные инвестиционные потоки.

Следует отметить, что эффективность различных видов ценных бумаг определяется в зависимости от степени складывающегося на рынке доходности по ним и рыночной цены. Можно констатировать, что в настоящий момент в Кыргызской Республике более эффективными выглядят государственные долговые ценные бумаги, доходность по которым выше, чем по корпоративным бумагам. 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. Однако следует отметить, что такая тенденция не имеет устойчивого характера и через определенное время ситуация должна измениться.

Различным видам ресурсов относящиеся 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.

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, 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.).

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, связанные с переменой владельцев ценной бумаги, а также вида, типа и серийности 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. 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.

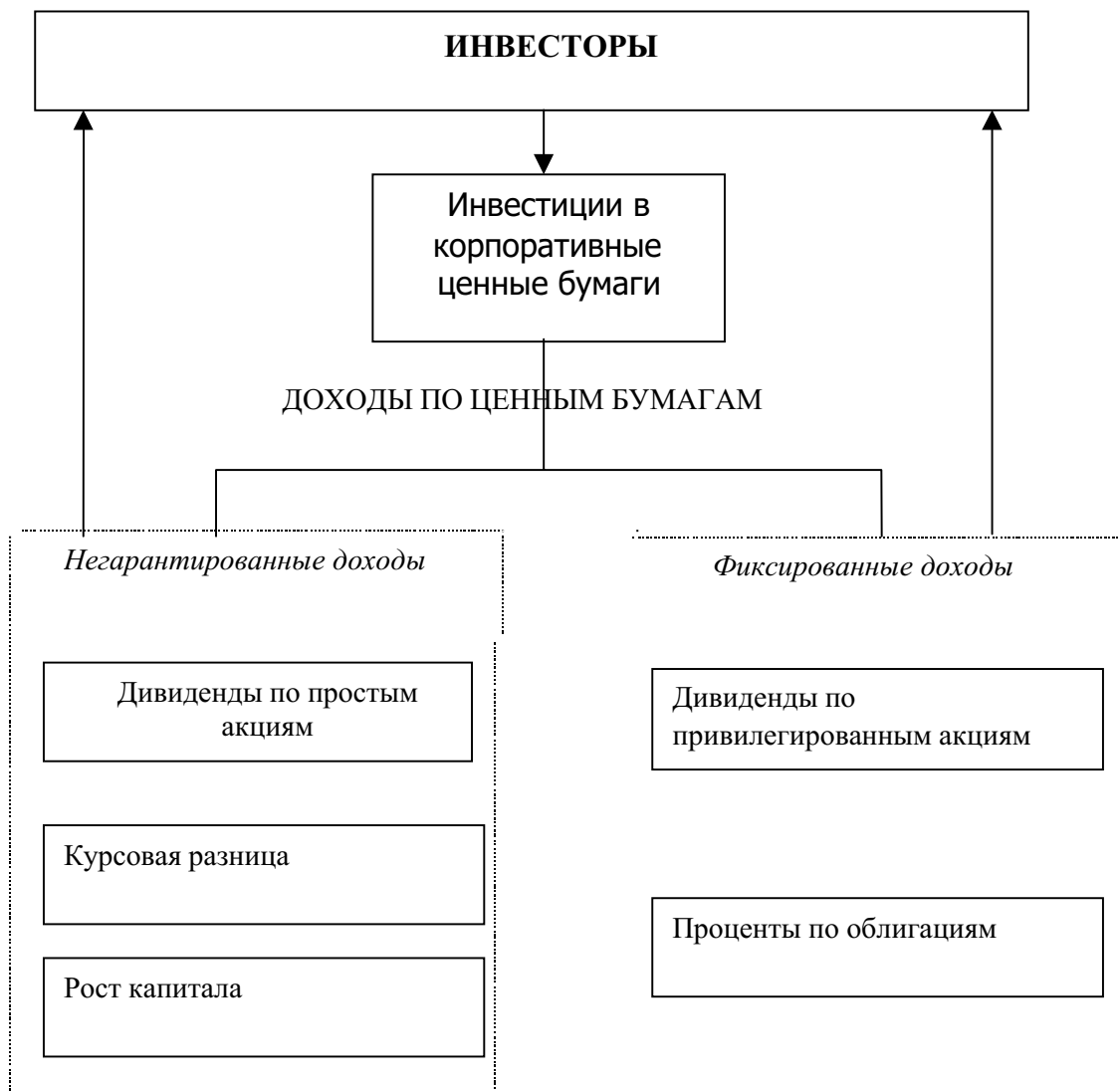
Следует отметить, что ценная бумага как документ должна содержать все предусмотренные законодательством обязательные реквизиты. Отсутствие хотя бы одного из них влечет недействительность ценной бумаги или переводит данный документ из разряда ценных бумаг в разряд иных обязательственных документов.

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 выполнения 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 моментально 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, связанные с плохой рыночной конъюнктурой текущей цены, невозможностью выполнения взятых обязательств эмитентом и других причин. Рынок капиталов, как вторичная, производная от реального производства, еще в большей мере, чем производственный сектор, чувствительна к вероятным воздействиям неблагоприятных факторов.

**РИС.1 ФОРМИРОВАНИЕ ДОХОДНОСТИ ПО КОРПОРАТИВНЫМ ЦЕННЫМ БУМАГАМ**



Основными путями получения дохода от инвестиций, вложенных в ценные бумаги, являются: дивиденды (вознаграждение по акциям, 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 риска<sup>24</sup>.

При расчете ставки дивиденда берется рыночная стоимость бумаги (в денежном выражении) и соотносится с величиной полученных дивидендов (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 приобретает 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 потерь<sup>25</sup>

Более подробно систематизация видов рисков возникающих на рынке представлена в книге Миркина Я.М. «Ценные бумаги и фондовый рынок» М.: "Перспектива", 1995, с.28-35.

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

---

<sup>24</sup> Х Окумура «Корпоративный капитализм в Японии», М., Мысль, 1986 г.

<sup>25</sup> Миркин Я.М. «Ценные бумаги и фондовый рынок, профессиональный курс в Финансовой Академии при Правительстве РФ», М., «Перспектива», 1995, с. 27.

росту или падению процентных ставок, что соответственно вызывает падение или увеличение цены облигаций, а также влияет на возможности реинвестирования доходов.

### 1.3. Основные характеристики видов, типов ценных бумаг

Для систематизации различных типов ценных бумаг, целесообразно обратиться к мировому опыту финансовых инструментов, поскольку рынок капиталов в нашей республике находится на зарождающейся стадии. Динамика развития ценных бумаг в Кыргызской Республик будет рассмотрена в следующей главе. На наш взгляд, в настоящем разделе большую ценность представляет рассмотрение эмиссионных ценных бумаг.

При общем рассмотрении видов ценных бумаг можно подразделить на следующие: государственные долговые ценные бумаги; муниципальные ценные бумаги; корпоративные ценные бумаги, ценные бумаги иностранных эмитентов. Строго говоря, ценные бумаги Национального банка нельзя относить к государственным долговым бумагам поскольку средства, мобилизованные в процессе размещения не направляются на бюджетные цели и соответственно погашение таких бумаг не обеспечены государственным бюджетом. Такие инструменты направлены на регулирование денежно-кредитного рынка.

По формам собственности эмитента существуют государственные и негосударственные ценные бумаги. Государственные ценные бумаги обычно охватывают фондовые инструменты, выпущенные или гарантированные правительством от имени государства либо муниципальными органами власти. В международной практике к этой категории ценных бумаг часто относят также бумаги, эмитируемые органами, находящимися в совместной собственности государства и иных структур, либо органами, спонсируемыми или гарантируемыми государством.

В настоящее время, особого внимания заслуживает изучение различных видов муниципальных облигаций. Эффективное использование этого финансового инструмента позволило бы содействовать в решении вопросов финансирования местных органов власти и расширить возможности инвестирования в проекты муниципалитетов. Поскольку муниципальные облигации не имели хождения в республике, то предлагаем рассмотреть опыт их развития в США. В этой связи предлагаем выдержки из книги Костикова И.В. «Дефолты на рынке муниципальных облигаций США» М.,Наука, 2001г.

**Муниципальные облигации** в США различаются по ряду признаков, таким, как срочность, цель выпуска и т.д. В настоящей книге используется общепринятая классификация муниципальных облигаций, поскольку базовым критерием в ней выступает один из основных факторов риска- вид обеспечения обязательств.

По виду обеспечения долговые ценные бумаги, обращающиеся на рынке муниципального долга США, делятся на три основные группы: казначейские облигации (general obligation bonds), инвестиционные облигации (revenue bonds) и гибридные облигации (hybrid bonds), сочетающие в себе черты казначейских и инвестиционных облигаций.(рис.2).

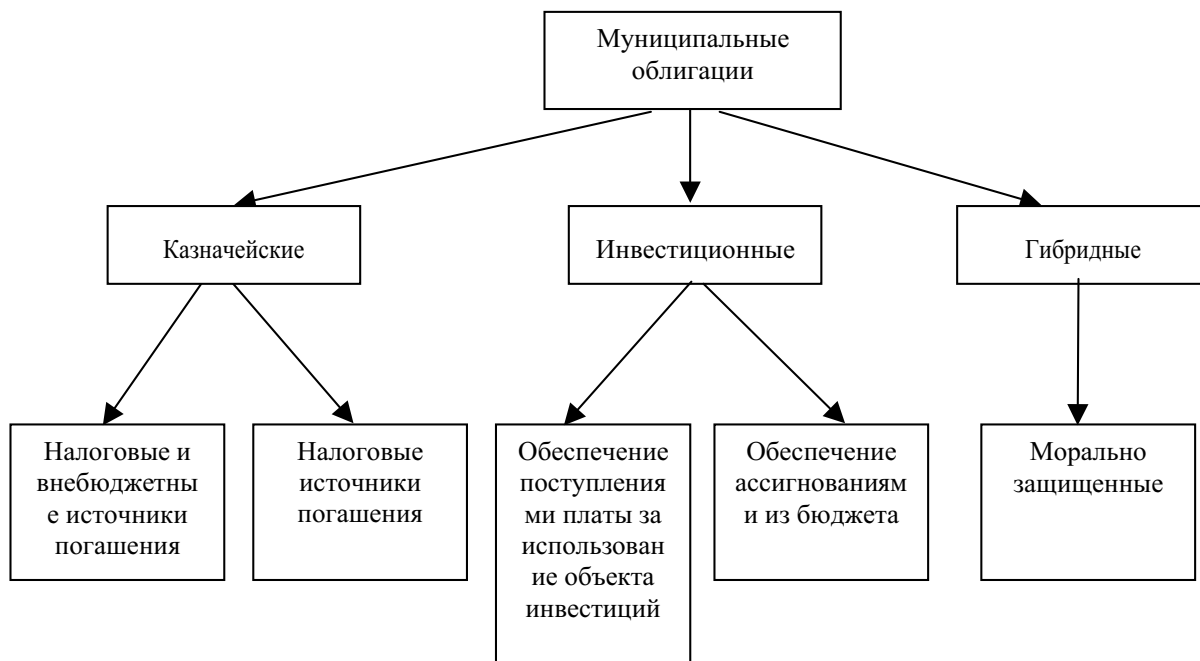


Рис.2. Виды муниципальных облигаций в США.

Казначейские облигации представляют собой наиболее надежные долговые ценные бумаги. Высокая степень их надежности обусловлена тем, что эмитент обязуется добросовестно использовать все доступные источники доходов бюджета для исполнения финансовых обязательств в срок и в полном объеме (full faith and credit). При этом основным источником доходов, гарантирующих исполнение обязательств, как правило, являются налог на имущество и другие налоги. В случае, если текущих доходов бюджета недостаточно для обслуживания долга, эмитент должен использовать свои полномочия в повышении налоговых ставок и таким путем компенсировать недостаток средств, направляемых на выплату процентов и основной суммы долга по облигациям.

Но существует ряд ограничений на выпуск казначейских облигаций. Прежде всего в ряде штатов законодательством устанавливается предельный объем выпуска таких облигаций. Кроме того, законодательством штата может быть предусмотрена необходимость одобрения решения о выпуске облигаций со стороны населения в форме референдума. Наконец, существенным ограничением возможностей эмитента в повышении ставок налогов являются политические факторы, такие, как недовольство населения, связанное с возросшим налоговым бременем.

Выпуск казначейских облигаций обусловлен выполнением органами власти штатов и местными органами власти как функций распределения дохода и стабилизации (ликвидация кассовых разрывов бюджета, покрытие текущих расходов), так и эффективного распределения ресурсов (капитальные расходы бюджетов). При этом капитальные расходы бюджетов субнациональных и местных органов власти предусматривают финансирование социально значимых проектов, не приносящих прибыли (например, строительство муниципальной школы или библиотеки). Долговое финансирование используется органами власти для более равномерного распределения по времени бюджетных расходов, предназначенных для развития региональной инфраструктуры.

Эмитентами казначейских обязательств, как правило, выступают непосредственно органы власти штатов и местные органы власти, а в качестве обеспечения используются налоговые доходы соответствующих бюджетов. Эмитент принимает на себя прямые бюджетные обязательства, обеспечиваемые всеми доступными бюджетными средствами.

В ряде случаев роль эмитентов казначейских облигаций выполняют муниципальные агентства, не обладающие полномочиями по установлению ставок налогов. Прямые обязательства бюджета возникают вследствие того, что исполнение обязательств по облигациям таких эмитентов обеспечивается налоговыми доходами муниципального органа власти. В подобном случае обязательства муниципального

агентства уже будут учитываться в составе бюджетных обязательств муниципального органа власти. Соответственно, на такой выпуск облигаций будет распространяться ограничение предельного объема заимствований. Более того, при неисполнении эмитентом своих обязательств либо их исполнении в неполном объеме суд по требованию инвесторов может обязать эмитента использовать для выплаты долга те же источники, что и для казначейских облигаций, эмитированных непосредственно органами власти.

Вместе с тем, возможен и другой вариант, когда выплаты по казначейским облигациям дополнительно обеспечиваются за счет внебюджетных источников (*double-barreled bonds*). С точки зрения инвестора, такие облигации менее рискованны по сравнению с обычными казначейскими, так как уровень рисков дефолта снижается за счет дополнительных источников погашения.

Инвестиционные облигации по способу обеспечения отличаются от казначейских облигаций тем, что их на погашение идут доходы от эксплуатации объекта, для финансирования которого выпускается заем. Исходя из этого, инвестиционные облигации выпускаются, в основном, для финансирования самокупаемых муниципальных проектов в ходе выполнения государственными органами власти функции распределения ресурсов, а также для рефинансирования долга по ранее выпущенным инвестиционным облигациям. Эмиссия облигаций рефинансирования долга по ранее выпущенным инвестиционным облигациям. Эмиссия облигаций рефинансирования (*refinancing bonds*) призвана снизить стоимость заимствования для эмитента в случае снижения уровня процентных ставок на рынке. Следует отметить, что федеральное законодательство лишает такие выпуски льготного статуса по уплате федеральных налогов.

В зависимости от формы, в которой эмитент получает прибыль от эксплуатируемого объекта, можно выделить инвестиционные облигации, обеспеченные:

- поступлениями платы за пользование объекта инвестиций. В качестве примера можно привести облигации, выпускаемые для строительства водопроводной, канализационной системы и погашаемые за счет средств, поступающих в оплату коммунальных услуг;

- пошлинами, концессиями и сборами (в частности облигации, выпускаемые в целях финансирования строительства автодорог, мостов, аэропортов, портовых сооружений);

- ассигнованиями из бюджета;

- поступлениями арендной платы (типичный пример- облигации промышленного развития).

В рамках приведенной классификации инвестиционные облигации могут различаться по целям финансирования: облигации, выпускаемые для финансирования жилищного строительства, объектов здравоохранения, развития коммунального хозяйства, образовательных учреждений, инфраструктуры электроэнергетики, транспорта и др.

Инвестиционные облигации эмитируются муниципальными агентствами, осуществляющими контроль за выполнением проектов. Поэтому, рост выпуска таких облигаций неразрывно связан с развитием муниципальных агентств.

Механизм выпуска инвестиционных облигаций муниципальным агентством для реализации конкретного проекта достаточно распространен, поскольку выпуск инвестиционных облигаций позволяет обойти законодательные ограничения предельного объема заимствования.

На привлеченные, в результате выпуска облигаций средства агентство выкупает или строит объект, а затем сдает его в аренду соответствующему органу исполнительной власти штата или муниципалитету. В дальнейшем оно использует поступающую арендную плату для выплаты процентов и основной суммы долга. Образующая задолженность в данном случае формально обеспечивается не бюджетом, а исключительно бюджетными ассигнованиями на оплату услуг, предоставляемых в результате эксплуатации объекта. Соответственно, эта задолженность не учитывается в общем объеме бюджетных обязательств. Данный метод позволяет применять инвестиционные облигации в финансировании некоммерческих проектов.

Одним из наиболее широко распространенных видов муниципальных ценных бумаг являются облигации промышленного развития (*industrial development bonds-IDBs*),

впервые эмитированные в штате Миссисипи в 1930 г. Они выпускаются для финансирования таких инвестиционных проектов, в которых участвуют как государственные структуры, так и частный сектор экономики. Механизм использования облигаций промышленного развития состоит в том, что муниципальный орган власти, выпуская облигации, финансирует строительство какого-либо объекта, который затем сдается в наем по арендной ставке, позволяющей эмитенту обслуживать свой долг. Иногда за счет выручки от первичной продажи облигаций промышленного развития муниципалитет кредитует частное предприятие, которое затем самостоятельно обеспечивает строительство инвестиционного объекта. В таком случае обслуживание долга осуществляется за счет процентных выплат по кредиту.

Незначительную группу составляют гибридные облигации. К ним относятся так называемые морально защищенные облигации (*moral obligation bond*), впервые появившиеся в 60-70-е годы. Их выпускают муниципальные агентства штатов. От инвестиционных облигаций они отличаются тем, что власти штата берут на себя моральную, но не юридическую ответственность, своевременно и в полном объеме исполнять свои обязательства.

Кроме того, муниципальные органы власти достаточно редко выпускают краткосрочные обязательства- облигации текущих налогов (*tax anticipation notes*), облигации текущих доходов (*revenue anticipation notes*) и облигации текущих налогов и доходов (*tax and revenue anticipation notes*). Цель выпуска таких бумаг- устранить кассовые разрывы бюджета.<sup>26</sup>

Среди негосударственных ценных бумаг можно выделить корпоративные (фондовые инструменты, выпускаемые предприятиями и организациями), а также иностранными корпоративными эмитентами.

По способу прав владения ценные бумаги можно подразделить на, так называемые, первичные, представляющие непосредственно права на владения инвестором той или иной бумаги и вытекающие из него права на имущество или ресурсы, а также на производные, удостоверяющие право владельца на покупку или продажу первичных ценных бумаг - акций, облигаций, государственных долговых обязательств. Другими словами это своеобразный контракт, заключаемый между профессиональными участниками рынка ценных бумаг на организованной торговой площадке, какой представляется фондовая биржа. К числу производных ценных бумаг можно отнести опционы, финансовые фьючерсы, подписные права.

Финансовые инструменты могут обращаться на рынке в форме обособленных документов и в виде записей на специализированных счетах. В первом случае, ценные бумаги имеют материальную форму в виде бумажных сертификатов. Во втором случае, ценные бумаги имеют безналичную форму. В этом случае ценная бумага существует в виде записей на счете бухгалтерского учета и реестрах инвесторов к нему. Соответственно, бухгалтерская запись содержит все необходимые реквизиты ценной бумаги (эмитент, сумма, держатель, процент и пр.). При проведении сделок с ценной бумагой она перемещается не путем передачи бумажного сертификата (его не существует), а путем совершения бухгалтерских проводок по счетам и записей в реестрах инвесторов.

По содержанию ценные бумаги подразделяются на долговые и ценные бумаги с правом собственности. Долговые ценные бумаги содержат права инвестора на сумму предоставленного в заимствование, а также на процент, как приращенную стоимость к основному долгу. К таким финансовым инструментам относят – облигации, ноты, векселя и пр. Ценные бумаги, содержащие право собственности позволяют их владельца владеть частью активов эмитента. Это, простые и привилегированные акции, конвертируемые ценные бумаги, warrants, подписные права и т.п. Такие бумаги не имеют срока погашения.

Долговые ценные бумаги подразделяются по срокам погашения. Краткосрочные ценные бумаги - бумаги со сроком погашения до 1 года, среднесрочные - от 1 до 5 лет, долгосрочные - свыше 5 лет.

---

<sup>26</sup> Костиков И.В. Дефолты на рынке муниципальных облигаций США: экономические аспекты. -М., Наука, 2001.-с. 27-31

По степени обращения существуют: свободно обращающиеся; не обращающиеся; с ограниченным кругом обращения. Обращающиеся ценные бумаги - могут свободно покупаться-продаваться, в т.ч. на основе совершения передаточной надписи или без таковой без ограничения - по условиям эмиссии - видов рынков, на которых они могут обращаться. Не обращающиеся ценные бумаги - не могут покупаться-продаваться на открытом рынке. Например, если эмитент при выпуске ценной бумаги ставит условие, что она не может быть перепродана и может выкупаться обратно только самим эмитентом. Ценные бумаги с ограниченным кругом обращения - сделки купли-продажи по таким бумагам могут совершаться с ограничениями по видам рынков.

По способам идентификации владельца ценной бумаги, финансовые инструменты бывают именные, предъявительские и ордерные. Именная ценная бумага - имя держателя регистрируется в специальном реестре, который ведется эмитентом. В случае передачи прав владения ценной бумагой другому лицу должно быть удостоверено новому лицу в порядке, установленном для уступки требований. Ценная бумага на предъявителя - не регистрируется у эмитента на имя держателя и передается другому лицу путем вручения. Ордерная ценная бумага - составляется на имя первого держателя с оговоркой "его приказу". Соответственно, ордерная бумага передается другому лицу путем совершения передаточной надписи. К ордерным бумагам относятся чеки, векселя, коносамент.

По срокам и величине доходности бумаги делятся на: так называемые, с фиксированным и колеблющимся доходом. Ценные бумаги с фиксированным доходом - в момент выпуска ценной бумаги ставится четкое условие уровня ее доходности к номиналу, которое не может меняться при колебаниях средней процентной ставки на рынке. У ценных бумаг с колеблющимся доходом - доходность к номиналу изменяется в соответствии с колебаниями средней процентной ставки на рынке; она может индексироваться, например, по валютному курсу и т.п.

Различаются также отзывные и безотзывные ценные бумаги. Отзывные ценные бумаги могут быть отозваны эмитентом досрочно, до наступления срока погашения. Могут отзываться также бессрочные ценные бумаги, если это предусмотрено условиями выпуска (например, привилегированные акции). Инвестор обязан вернуть эмитенту указанные ценные бумаги на условиях обратной продажи, по ценам и т.п., установленным при эмиссии ценных бумаг. Безотзывные ценные бумаги не могут быть отозваны и погашены эмитентом досрочно, что должно быть предусмотрено условиями их эмиссии.

Если эмитент становится неплатежеспособным и признается банкротом, то кредиторы вправе представлять свои претензии по поводу выплаты денежных средств эмитентом. В таких случаях широко распространенным в международной практике является деление ценных бумаг на "старшие" и "младшие" (по критерию очередности удовлетворения претензий кредиторов). «Старшие» ценные бумаги (облигации, привилегированные акции и пр.), обладают приоритетом при удовлетворении претензий кредиторов, например по выплате процентов и дивидендов, по претензиям к имуществу при ликвидации предприятий и т.п. «Младшие» ценные бумаги (обыкновенные акции), претензии кредиторов по которым удовлетворяются позже других ценных бумаг (обыкновенные акции - в последнюю очередь).

### **Основные характеристики корпоративных ценных бумаг.**

Основной целью настоящей работы является анализ состояния и перспективы развития рынка корпоративных ценных бумаг. В этой связи было бы целесообразным более детальное рассмотрение видов ценных бумаг, таких как акции и облигации, имеющие отношение к данному сектору.

#### **Акции**

В соответствии со статьей 36 Закона Кыргызской Республики «О рынке ценных бумаг» под акцией понимается – «эмиссионная ценная бумага, удостоверяющая право ее держателя (акционера) на получение части прибыли акционерного общества в виде дивидендов, на участие в управлении делами акционерного общества и на часть имущества, оставшегося после его ликвидации. Акции могут быть только именованными, свободно обращающимися либо с ограниченным кругом обращений.»

Держателей (акционеров) можно разделить на:

- 1) физических (частных, индивидуальных);
- 2) коллективных (институциональных);
- 3) корпоративных.

В Кыргызской Республике пока трудно определить (из-за отсутствия статистических данных) преобладающую группу инвесторов. Можно предположить, что пока основная масса - это индивидуальные инвесторы, получившие акции при приватизации государственных предприятий.

Акции обладают следующими качественными свойствами: 1) акция - это титул собственности на имущество акционерного общества, держатель акции является совладельцем акционерного общества со всеми вытекающими из этого правами; 2) у акции нет конечного срока погашения, т.е. права держателя акции сохраняются до тех пор, пока существует акционерное общество; 3) для акции характерна ограниченная ответственность, так как акционер не отвечает по обязательствам акционерного общества. Поэтому при банкротстве инвестор не потеряет больше того, что вложил в акцию; 4) также подчеркивают неделимость акции (неделимость тех прав, которые она представляет). Если акция принадлежит нескольким лицам, то все они признаются единым держателем акции; 5) акции могут дробиться и консолидироваться.

В нашей практике появление акций связано с выпуском в конце 80-х годов акций трудового коллектива. Их выпускали государственные, арендные, коллективные предприятия, предприятия общественных организаций. Такие акции, по существу, представляли собой свидетельство о внесении собственных сбережений на бессрочной основе для развития производства. Это была попытка заинтересовать работников предприятий идеей общественного руководства. Акции трудового коллектива не предназначались для свободного обращения (покупки-продажи на вторичном рынке), их владельцами могли быть только физические лица - работники данного предприятия.

В мировой практике порядок владения акциями могут быть именными и на предъявителя. Согласно же кыргызского законодательства акции обществ могут быть только именными. Это предполагает, что владелец акции должен быть внесен в реестр акционерного общества. Такое решение вызвано низким уровнем развития отношений на фондовом рынке и таким образом является противокриминальным. Возможно, с развитием рынка капиталов найдут свое применение и акции на предъявителя. Но, например, особенностью германского фондового рынка является абсолютное преобладание акций на предъявителя (свободно обращаются, не зарегистрированы у эмитента на конкретного держателя, дивиденд выплачивается по купону тому держателю акции, который в нем указан).

Существует определенная разница в использовании прав на акции и в частности получения дивидендов. Такой подход указывает на разницу в тактике контроля за акционерным обществом. В США институциональным инвесторам, являющимся крупными акционерами, например пенсионными фондами или компаниям, ведущим операции по доверенности отдельных лиц, дивиденды необходимы как источник доходов. Дело в том, что пенсионным фондам, чтобы выплачивать пенсии своим клиентам, нужны определенные поступления, источники дохода. То же самое относится к компаниям, осуществляющим доверительные операции от имени отдельных лиц, к компаниям по страхованию жизни, инвестиционным и др. Поэтому нередко бывает, что эти институциональные инвесторы требуют от корпораций увеличения дивидендов. Или же, не удовлетворенные уровнем дивидендов, перед тем как требовать его повышения, они продают принадлежащие им акции. Если крупные акционеры распродают акции, их курс падает, и корпорация сталкивается с трудностями. Поэтому она увеличивает дивиденды. Именно потому, что существует такой механизм, в США действует правило поддерживать склонность к выплате дивидендов на определенном уровне и увеличивать их объем, если возрастают прибыли.

В Японии бывает, что компании по страхованию жизни требуют роста дивидендов в форме возврата наценки к номинальной стоимости акций после их выпуска по рыночной котировке. Не бывает, однако, чтобы увеличение дивидендов требовали крупные акционеры - юридические лица. Более того, банки, например, зачастую требуют от компании снизить дивиденды, хотя в этих компаниях они являются крупными

акционерами. Объясняется это тем, что для них безопасность кредитов важнее дивидендов. Но и по существу юридическим лицам акции нужны не для получения прибыли, а для осуществления контроля. Поэтому они не требуют увеличения объема дивидендов и не распродают акций, если бывают недовольны политикой дивидендов. В этом заключается разница между институциональными инвесторами и юридическими лицами.<sup>27</sup>

В связи с тем, что акционерные общества могут быть открытыми и закрытыми, следует различать выпускаемые ими акции. Их различие состоит в том, что акции открытых акционерных обществ могут продаваться их владельцами без согласия других акционеров этого общества. При реализации акций закрытого акционерного общества необходимо учитывать, что его акционеры имеют преимущественное право их приобретения. Кроме того, следует иметь в виду, что акции закрытых акционерных обществ могут выпускаться только в форме закрытой подписки и не могут быть предложены для приобретения неограниченному кругу лиц, открытое же акционерное общество может проводить как открытую, так и закрытую подписку на выпускаемые акции.

В зависимости от объема прав акции принято делить на простые и привилегированные. В соответствии с пунктом 6 статьи 59 Закона Кыргызской Республики "О хозяйственных товариществах и обществах" выпуск привилегированных акций не должен превышать 25% от уставного капитала общества.

Владелец обыкновенной акции имеет права, предоставляемые акциями, в полном объеме, участвовать в общем собрании акционеров с правом голоса по всем вопросам его компетенции, иметь право на получение дивидендов, а в случае ликвидации общества - право на получение части его имущества в размере стоимости принадлежащих ему акций.

Привилегированная акция не дает права голоса на общем собрании акционеров (если иное не предусмотрено в уставе), а привилегии владельца такой акции заключаются в том, что в уставе должны быть определены размер дивиденда и (или) стоимость, выплачиваемая при ликвидации общества (ликвидационная стоимость), которые определяются в твердой денежной сумме или в процентах к номинальной стоимости привилегированных акций.

Следует также отметить, что на основе прав, вытекающих из акций могут выпускаться другой класс ценных бумаг являющимися производными. Производные от акций финансовые инструменты подразделяются на бумаги являющиеся: документами, удостоверяющими право собственности на долю в портфеле акций/в акции и право купли-продажи акций на определенных условиях или конвертации в акции.

К первой группе относятся депозитарные расписки (американские, глобальные и пр.), ко второй, варранты, опционы и фьючерсы на акции, а также конвертируемые облигации.

### **Облигации.**

Другим объектом корпоративных ценных бумаг являются облигации. Следует напомнить, что облигации бывают как корпоративные, так и государственные муниципальные и иностранные. В настоящем главе рассматриваются главным образом корпоративные облигации. В соответствии со статьей 37 Закона Кыргызской Республики «О рынке ценных бумаг» под облигацией понимается, «эмиссионная ценная бумага, удостоверяющая право ее держателя на получение от эмитента облигации, в предусмотренный в ней срок ее номинальной стоимости или иного имущественного эквивалента. Облигация предоставляет ее держателю также право на получение фиксированного в ней процента от номинальной стоимости облигации либо иного имущественного эквивалента. Облигации могут быть только именными, свободно обращающимися либо с ограниченным кругом обращения.»(рис. 3).

Облигациям характерны следующие основные свойства: 1) облигация - это удостоверение займа, а не титул собственности на имущество эмитента; 2) в отличие от акций имеют конечный срок погашения; 3) обладают старшинством перед акциями в выплате

<sup>27</sup> Х. Окумура «Корпоративный капитализм в Японии», М., Мысль, 1986 г., с.98

процентов (в сравнении с выплатой дивидендов) и в удовлетворении других обязательств (например, при ликвидации общества); 4) не дают право на участие в управлении эмитентом.

Таким образом, облигации являются инструментом заимствования. Эмитенты облигаций являются заемщиками, должниками. Инвесторы в облигации являются кредиторами эмитента (в отличие от держателя акций). Соответственно, невыполнение эмитентом взятых перед держателями облигаций долговых обязательств (по основной сумме долга и процентам) влечет за собой законные процедуры взыскания задолженности, вплоть до банкротства.

Облигации имеют преимущество перед акциями при реализации имущественных прав их владельцев; в первую очередь выплачиваются проценты по облигациям и лишь затем дивиденды; при делении имущества компании-эмитента в случае ее ликвидации акционеры могут рассчитывать лишь на ту часть имущества, которая останется после выплаты всех долгов, в том числе и по облигационным займам.

В зависимости от инвестиционной привлекательности и степени защищенности вложений инвесторов различают облигации, достойные инвестиций, - надежные облигации, выпускаемые компаниями с твердой репутацией; хорошее обеспечение и так называемые, макулатурные облигации, носящие спекулятивный характер. Вложения в такие облигации всегда сопряжены с высоким риском, но высокодоходные.

В зависимости от сроков, на которые выпускается заем, существуют: краткосрочные на срок до 1 года; среднесрочные от 1 до 5 лет; долгосрочные от 5 лет и выше.

Облигации без фиксированного срока погашения включают: бессрочные, или не погашаемые; отзывные облигации могут быть востребованы (отозваны) эмитентом до наступления срока погашения. Еще при выпуске облигаций эмитент устанавливает условия такого востребования: по номиналу или с премией; облигации с правом погашения предоставляют право инвестору на возврат облигации эмитенту до наступления срока погашения и получения за нее номинальной стоимости; продлеваемые облигации предоставляют инвестору право продлить срок погашения и продолжать получать проценты в течение этого срока; отсроченные облигации дают эмитенту право на отсрочку погашения;

В зависимости от порядка владения облигации могут быть именными, права владения которыми подтверждаются внесением имени владельца в текст облигации и в книгу регистрации, которую ведет эмитент или на предъявителя, право владения которыми подтверждается простым предъявлением облигации.

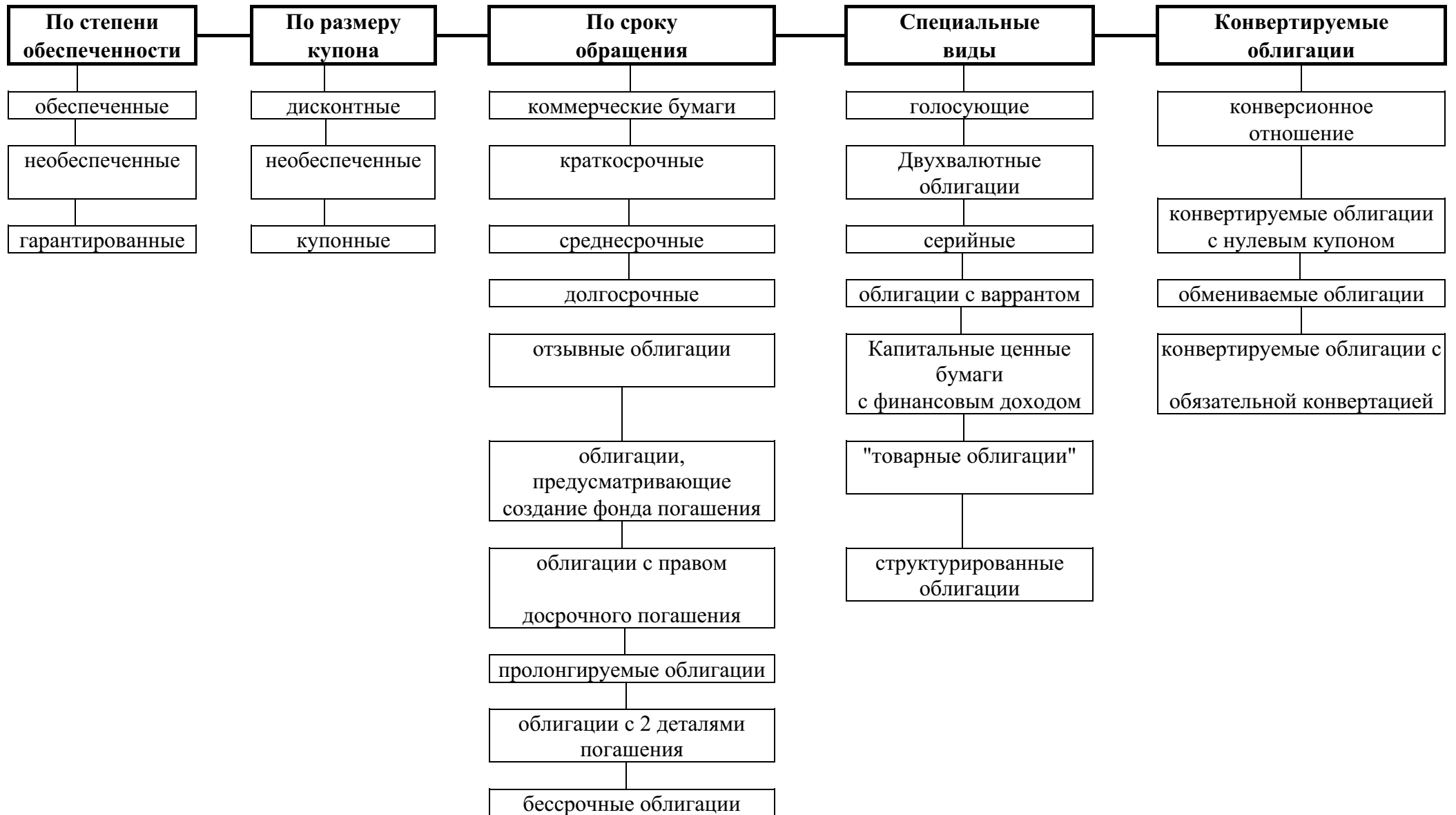
По целям облигационного займа облигации подразделяются на обычные, выпускаемые для внутрихозяйственного использования капитала и целевые, средства от которых направляются на финансирование конкретных инвестиционных проектов или конкретных мероприятий (например, строительство моста, проведение телефонной сети и т.п.).

По методу погашения номинала, облигации подразделяются: погашаемые разовым платежом либо разделенным на временные сроки, когда за определенный отрезок времени погашается определенная часть и облигации с последовательным погашением фиксированной доли общего количества облигаций. Также погашение может производиться в денежной форме или в натуральной.

В зависимости форм выплат производимые эмитентом по облигациям, различаются следующие. Выплачиваются только процентов, при этом капитал возвращается, посредством выкупа эмитентом не связанного, условиями выпуска, конкретными сроками. Возвращается капитал по номинальной стоимости, но не выплачиваются проценты, это так называемые облигации с нулевым купоном, когда проценты не выплачиваются до момента погашения облигации, а при погашении инвестор одновременно получает номинальную стоимость облигации и совокупный процентный доход. Другой вид облигаций, дает право их владельцам на получение периодически выплачиваемого фиксированного дохода и номинальной стоимости облигации - в будущем, при ее погашении. Этот вид облигаций наиболее распространен в современной практике во всех странах. Существуют также, так называемые, «доходные» или «реорганизационные» облигации, по которым возвращается капитал по номинальной стоимости, а выплата процентов не гарантируется и находится в прямой зависимости от результатов прибыльности деятельности компании. Такие бумаги выпускаются, как правило, компаниями, которые находятся в состоянии банкротства.

Выплата доходов по облигациям в виде процентов производится по купонам. Купон представляет собой вырезной талон с указанной на нем цифрой купонной (процентной) ставки

Рис. 3. Классификация облигаций



Способы выплаты купонного дохода бывают следующие. Облигации с фиксированной купонной ставкой, облигации с плавающей купонной ставкой, когда купонная ставка зависит от уровня ссудного процента. Индексируемые облигации с равномерно возрастающей купонной ставкой по годам займа. Такие облигации эмитируются обычно в условиях инфляции. Облигации с минимальным или нулевым купоном (мелкопроцентные или беспроцентные облигации), рыночная цена устанавливается ниже номинальной, т.е. предполагает скидку. Доход по этим облигациям выплачивается в момент ее погашения по номинальной стоимости и представляет разницу между номинальной и рыночной стоимостью. Облигации с оплатой по выбору, когда владельцу облигации предоставляется возможность получить доход в виде купонного дохода или облигаций нового выпуска. Облигации смешанного типа, когда часть срока облигационного займа ее владелец получает доход по фиксированной купонной ставке, а часть срока - по плавающей ставке.

По характеру обращения облигации бывают неконвертируемые и конвертируемые. Конвертируемые облигации при определенных условиях могут быть преобразованы в акции того же эмитента. При этом большое значение для держателя конвертируемых облигаций имеют конверсионный коэффициент и конверсионная цена, которые показывают, какое количество акций можно получить в обмен на такую облигацию.

Облигации могут быть обеспеченные залогом и не обеспеченные залогом.

Обеспеченные залогом облигации имеют следующие разновидности. Обеспеченные физическими активами в виде: имущества; оборудования (облигации с подобным залогом чаще всего выпускаются транспортными организациями, которые в качестве обеспечения используют суда, самолеты и т.п.). Облигации под залог физических активов (как в виде вещного имущества, так и в виде оборудования) включают в себя так называемые: облигации под первый заклад; облигации под второй заклад. Претензии по облигациям под второй заклад рассматриваются после расчетов с держателями облигаций под первый заклад, но до расчетов с прочими инвесторами. Облигации с залогом ценных бумаг обеспечиваются находящимися в собственности эмитента ценными бумагами какой-либо другой компании (не эмитента). Облигации с залогом пула закладных (ипотек). Такие же облигации выпускаются кредитором, на обеспечении у которого находится пул ипотек под выданные им ссуды под недвижимость. Поступление платежей по этим ссудам является источником погашения, и выплаты процентов по облигационному займу, обеспеченному пулом закладных.

Необеспеченные залогом облигации включают следующие разновидности. Необеспеченные облигации какими-либо материальными активами. Они подкрепляются "добросовестностью" компании-эмитента, т.е. обещанием этой компании выплатить проценты и возместить всю сумму займа в момент наступления срока погашения. Облигации под конкретный вид доходов эмитента. Облигации под конкретный инвестиционный проект. Средства, полученные от реализации данных облигаций, направляются эмитентом на финансирование какого-либо инвестиционного проекта. Доходы, полученные от реализации этого проекта, эмитент использует на погашение займа и выплату процентов.

Гарантированные облигации. - облигации не обеспечены залогом, но выполнение обязательств по займу гарантируется не компанией-эмитентом, а другими компаниями. Чаще всего гарантом является более сильная с экономической точки зрения компания, что делает данные облигации более надежными. Облигации с распределенной или переданной ответственностью. По этим облигациям обязательства по данному займу либо распределяются между некоторым числом компаний, включая эмитента, либо целиком принимают на себя другие компании, исключая эмитента.

Застрахованные облигации. Данные облигации эмитент страхует в частной страховой компании на случай возникновения каких-либо затруднений в выполнении обязательств по этому займу.

#### 1.4. Механизм обращения ценных бумаг

Обращение ценных бумаг представляет собой установленный различными нормативными актами и правилами порядок передачи прав владения ценными бумагами. Ф.Котлер определил рынок как "сферу потенциальных обменов"<sup>28</sup>, К.Р.Макконнелл и С.Л.Брю как "Институт или механизм, сводящий вместе покупателей (предъявителей спроса) и продавцов (поставщиков) отдельных товаров и услуг"<sup>29</sup>

Механизм обращения можно рассматривать с точки зрения способа движения ценных бумаг. Этот процесс делится на первичный рынок, где происходит размещение и соответственно мобилизация капитала для инвестирования непосредственно эмитенту. На вторичном рынке происходит обращение ценных бумаг и формирование цен на них в соответствии со спросом и предложением. Основное назначение этого рынка - свести продавцов и покупателей специфического товара - ценных бумаг, обеспечить, соответственно, свободный и быстрый перелив капиталов в наиболее эффективные сферы деятельности. Итак, стержень рынка ценных бумаг - не спекуляция, а торговля, продвижение и реализация товара "ценные бумаги".

С точки зрения управления и технической организации обращения существуют организованный и неорганизованный рынки ценных бумаг.

К организованному рынку относятся профессиональные участники рынка ценных бумаг, имеющие специальную лицензию по организации торгов на рынке ценных бумаг, это фондовые биржи. Фондовые биржи создают необходимые технические условия, для концентрации спроса и предложения ценных бумаг и повышения ликвидности рынка в целом. Биржа — это не только торговая площадка, где происходят встречи продавца ценных бумаг и их покупателей, но и определенная система биржевой торговли со своими специфическими правилами и процедурами.

Неорганизованный рынок составляет внебиржевой оборот ценных бумаг. Через неорганизованный рынок в современных условиях осуществляется больший оборот ценных бумаг, нежели на фондовых биржах.

Первичный рынок ценных бумаг можно назвать эмиссионным. Эмиссия — выпуск и обращение ценных бумаг. Эмиссия ценных бумаг акционерных компаний служит одним из средств мобилизации капитала. Выпуск акций обычно используется для дополнительного увеличения капитала, тогда как эмиссия облигаций представляет собой форму долгосрочного заимствования средств. Эмиссию ценных бумаг могут осуществлять государство, местные органы власти, частные компании. Кроме того, иностранные эмитенты могут размещать свои выпуски ценных бумаг на финансовом рынке страны.

Важнейшая черта первичного рынка - это полное раскрытие информации для инвесторов, позволяющее сделать обоснованный выбор ценной бумаги для вложения денежных средств. Раскрытию информации подчинено все, что происходит на первичном рынке: подготовка проспекта эмиссии, его регистрация и контроль государственными органами с позиций полноты представленных данных, публикация проспекта и итогов подписки и т.д.<sup>30</sup>

Процесс эмиссии акций и облигаций тесно связан с их размещением на рынке ценных бумаг. Новые выпуски ценных бумаг размещаются на первичном рынке. Эти бумаги приобретаются профессиональными участниками рынка ценных бумаг, кредитно-финансовыми учреждениями и индивидуальными инвесторами. Существуют две системы размещения выпуска ценных бумаг:

- 1) размещение через посредника, который берет на себя продажу бумаг инвесторам;
- 2) размещение путем прямого обращения эмитента к инвесторам. Функции посредников выполняют юридические лица, имеющие лицензию профессиональных участников рынка ценных бумаг.

<sup>28</sup> Ф.Котлер. Управление маркетингом. –М., Экономика.-1980.-С. 18

<sup>29</sup> Кемпбелл Р. Макконнелл. Стенли Л. Брю. Экономикс.-М., Республика. –1992.-С. 61

<sup>30</sup> Миркин Я. М. «Ценные бумаги и фондовый рынок, профессиональный курс в Финансовой Академии при Правительстве РФ», М., «Перспектива», 1995, с. 116.

Обращение ранее выпущенных бумаг совершается на вторичном рынке с помощью фондовой биржи и внебиржевого оборота. Став предметом купли-продажи, ценные бумаги приобрели главное свойство, присущее всякому товару, а именно — меновую стоимость, рыночную цену или курс. Курсом ценной бумаги обозначают стоимость, по которой можно купить или продать данную бумагу. Рыночный курс ценной бумаги подвержен постоянным колебаниям и подчинен экономическому закону спроса и предложения, уровню инфляции, текущей ставке ссудного процента и очень чувствителен к событиям внешней и внутренней политики государства. В биржевой торговле курсы ценных бумаг публикуются в особых бюллетенях, которые имеют важное значение, как показатель движения курсов.

Важнейшая черта вторичного рынка - это его ликвидность. Ликвидность рынка - это возможность успешной и обширной торговли, способность поглощать значительные объемы ценных бумаг в короткое время, при небольших колебаниях курсов и при низких издержках на реализацию. Сам механизм торговли на вторичном рынке (мы это увидим в дальнейшем) настроен на поддержание стабильного рынка, на ограничение спекуляции<sup>31</sup>.

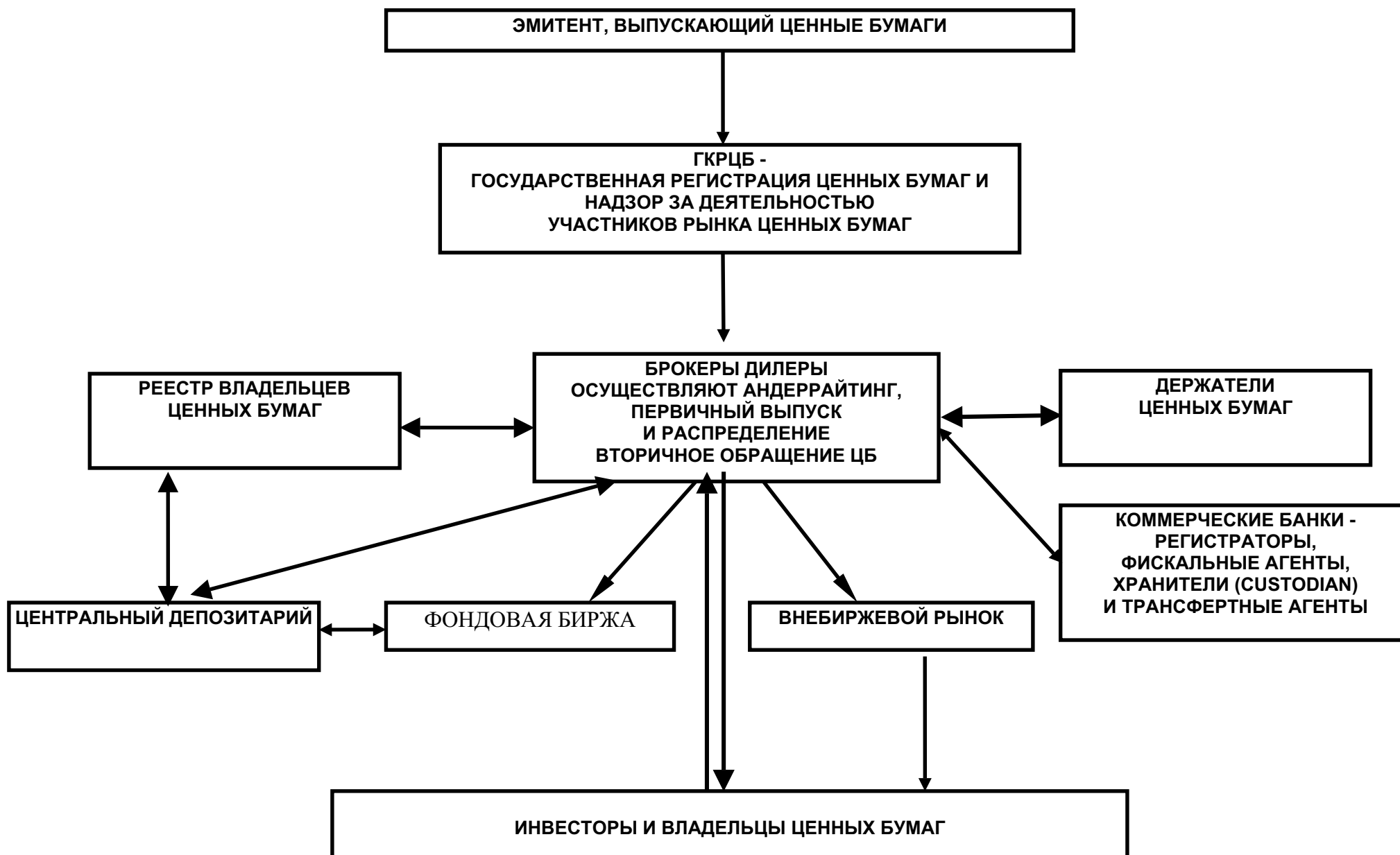
Особенностью развития механизма обращения в Кыргызской Республике является обеспечение купли-продажи корпоративных ценных бумаг через прозрачную и регулируемую торговую площадку фондовой биржи. Такой подход характерен для многих стран, где фондовый рынок относится к «зарождающимся» и «развивающимся» типам. Это делается для обеспечения полной прозрачности всех сделок с акциями и формирования неискаженной информации о рыночных ценах той или иной ценной бумаги, а соответственно и рыночной цены той или иной компании.

Ценные бумаги могут различаться по срокам обращения. Основными видами ценных бумаг являются акции и облигации. Бумаги с фиксированным доходом делятся на краткосрочные, среднесрочные и долгосрочные.

---

<sup>31</sup> Миркин Я. М. «Ценные бумаги и фондовый рынок, профессиональный курс в Финансовой Академии при Правительстве РФ», М., «Перспектива», 1995, с.116.

Рис. 4. Схема выпуска и обращения корпоративных ценных бумаг в Кыргызской Республике



## **1.5. Обзор состояния развивающихся рынков ценных бумаг и особенности государственного регулирования**

Уровень развития рынка ценных бумаг в различных странах имеет различный характер, который связан, прежде всего, с историей самого государства, а также с уровнем развития экономического комплекса страны, инфраструктуры фондового рынка и глубины профессиональной деятельности в данном секторе экономики.

В настоящий момент рынок ценных бумаг, являясь неотъемлемой частью финансового рынка, играет немаловажную роль в странах с различным уровнем экономического развития. Рассмотрим опыт формирования развития рынков ценных бумаг и специфику ее развития в некоторых развивающихся рынках, имеющих схожие условия развития с Кыргызстаном. С этой точки зрения можно разделить опыт развития в восточноевропейских странах, в странах бывшего СССР, а также и других стран.

На наш взгляд, основным мотивом быстрых темпов продвижения и развития рынка капиталов в развивающихся странах является прозрачность и доверительность, высокая ликвидность проведения операций с ценными бумагами, легкий доступ к рынку, достаточная технологическая инфраструктура. К другим преимуществам можно отнести: недооцененные акции предприятий - результат быстрой приватизации предприятий, низкая цена оказываемых услуг, высокая рисковость инвестиций в ценные бумаги при высокой их доходности – главные причины того, почему иностранные инвесторы приходят на развивающиеся рынки.

Постсоциалистические страны можно подразделить на два основных вида исторического развития, это где традиционно существовали отношения, связанные с рынком ценных бумаг и страны, где такие отношения отсутствовали.

Через 40 лет после своего основания на будущей Нью-Йоркской фондовой бирже обращалось чуть более 30 выпусков ценных бумаг (1830г.). Большая часть из них были займы правительства и акции банков.

Крупнейшие биржи мира в младенческое время своего развития прошли через преобладание в их обороте государственных ценных бумаг. На Лондонской фондовой бирже до 90-х г.г. прошлого века их доля не была меньше 60-70%. В России в конце 1994г. их доля в обороте всех фондовых бирж была свыше 90%<sup>32</sup>.

Рынок ценных бумаг России существовал до революции 1917 года, затем в период НЭПа в конце 20-х годов, а также и в последующий период, но в довольно суженном и урезанном виде. Уровень развития в России по своим масштабам и глубине значительно отставал от западных стран, прежде всего от Германии, Франции, Англии, США. Более того, на российском рынке ценных бумаг было мало выпусков облигаций предприятий и компаний. Своего апогея рынок ценных бумаг России достиг к 1914 году. После революции, гражданской войны и проведенной всеобщей национализации средств производства рынок ценных бумаг, как таковой, прекращает свое существование.

Первая фондовая биржа открылась в Варшаве в 1817 году. В 1938 году около 130 видов ценных бумаг были предметом торгов на Фондовой бирже Варшавы: муниципальные ценные бумаги, корпоративные и государственные облигации, а также акции. Из-за перемен в политической и экономической системах страны, рынок капитала не был восстановлен после войны. В 1991 году, после одобрения Акта по общественной торговле ценными бумагами и трастовым фондам, Фондовая биржа Варшавы была официально открыта. Первые торги были проведены 16 апреля 1991 года. В октябре 1994 года Фондовая биржа Варшавы была принята полноправным членом Международной федерации фондовых бирж. В мае 1997 года ФБВ (единственная из Центральной Европы)

---

<sup>32</sup> Миркин Я. М. «Ценные бумаги и фондовый рынок, профессиональный курс в Финансовой Академии при Правительстве РФ», М., «Перспектива», 1995, с. 17.

получила статус оффшорного рынка ценных бумаг от Комиссии по ценным бумагам и фондовым биржам США<sup>33</sup>

К другим, не имеющим опыт рынка ценных бумаг, относились страны центрально-азиатского региона. На наш взгляд, это было связано с определенным менталитетом, вытекающим из мусульманских традиций не поощрявшим и даже запрещающим ведение ростовщического вида бизнеса, к каким можно было отнести и операции с ценными бумагами.

С завершением периода коммунистического правления в данных странах и с обретением независимости, начинается активное развитие рыночных отношений на основе западного ведения хозяйства и экономики.

### *Россия*

С 1991 года начинается возрождение рынка ценных бумаг России. На сегодняшний день фондовый рынок России представляет высокоорганизованный механизм, со всей необходимой для функционирования инфраструктурой. Рынок ценных бумаг России отличается достаточно большой емкостью, хотя и уступает ведущим странам мира. Объемы торгов в отдельные дни доходят до 100 млн. долларов США (к примеру, в Кыргызской Республике в 2000 году средний объем ежедневных сделок составил около 65 тыс. долларов США).

К началу 1999 года основные правила и требования к функционированию рынка ценных бумаг были сформулированы в нормативных правовых актах ФКЦБ России. В настоящее время основной уклон делается в сторону анализа практики применения разработанных документов, на разъяснение действующих положений и норм, на изучение опыта функционирования финансовых рынков развитых стран. Принятие в 1999 году Федерального закона «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» способствовало защите прав и законных интересов физических и юридических лиц, инвестирующих денежные средства в эмиссионные ценные бумаги.

На состояние фондового рынка России оказывали воздействие внешние и внутренние факторы. Российский рынок ценных бумаг, стремящийся стать частью международного рынка капитала, в значительной мере стал зависим от зарубежных фондовых рынков. Снижение или рост во Франкфурте или Лондоне, Нью-Йорке или Токио, приводит к последующему изменению котировок на биржевых площадках в России. К факторам, благоприятно повлиявшим на состояние российского бюджета и рост доходов ряда отечественных предприятий, относится повышение мировых цен на энергоносители и ряд металлов<sup>34</sup>.

Например, значительный рост на мировом рынке цен на никель (на 212%) привел, в том числе, к росту котировок на акции РАО "Норильский никель", стоимость которых выросла за год с 0,4 до 6,84 долларов США за штуку, или в 16,1 раза.

Одним из элементов защиты прав инвесторов может стать созданный в октябре 1999 года Координационный центр по защите прав и законных интересов инвесторов, который должен стать промежуточным звеном между эмитентом и его владельцами. Следует отметить особую экономическую важность защиты прав инвесторов. ФКЦБ России всегда уделяла и предполагает в будущем продолжить работу по недопущению нарушения прав и интересов инвесторов.

Изменение порядка отнесения выплаты процентов по облигациям с прибыли на себестоимость, а также разрешение инвестировать денежные средства со счетов типа "С", привело к активному развитию рынка *корпоративных облигаций*. Первым эмитентом, сумевшим разместить свои облигации стал Газпром. Его примеру последовали НК

<sup>33</sup> Соха Я. Формирование и развитие рынка капитала Польши, «Становление и формирование развивающихся рынков капитала» Сборник статей, Бишкек, «Технология», 2000 г., с. 182.

<sup>34</sup> Хулхачиев Б. В. Российские финансовые рынки в 1999 году, «Становление и формирование развивающихся рынков капитала» Сборник статей, Бишкек, «Технология», 2000г., с. 101.

"Лукойл", ТНК, Алроса и другие крупнейшие российские предприятия, а о намерении выйти на рынок со своими облигациями заявили более десятка эмитентов.

Развитие этого сегмента фондового рынка имеет одно из ключевых значений. Создание условий для выхода предприятий на фондовый рынок для привлечения денежных средств на свое развитие является приоритетной задачей в деятельности регулирующего рынка ценных бумаг органа<sup>35</sup>

Важным является уровень развития саморегулируемых организаций в странах с развивающимися рынками капитала. Учрежденная в ноябре 1995 года компаниями - профессиональными участниками фондового рынка России, Национальная ассоциация участников фондового рынка (НАУФОР) в настоящий момент объединяет около девятисот компаний и имеет в своей структуре 14 активно работающих филиалов по всей России.

На долю членов НАУФОР в первом квартале 2000 года приходилось 89% оборота профессиональных участников фондового рынка – брокеров и дилеров (порядка 342 млрд. руб.) и 87% активов (53 млрд. руб.). В рамках НАУФОР действует Третейский суд, являющийся органом квалифицированного разрешения споров между членами НАУФОР (а по желанию клиентов – споров между членами НАУФОР и их клиентами), и Дисциплинарный комитет НАУФОР - постоянно действующий орган, в компетенцию которого входит наложение штрафов и иных дисциплинарных взысканий на членов НАУФОР в случае нарушения ими стандартов деятельности на рынке<sup>36</sup>

#### *Польша*

Фондовая биржа Варшавы является акционерной компанией, основанной Государственным Казначейством акционерами ФБВ являются не только Государственное Казначейство, но также банки и брокерские фирмы. Согласно статьям Ассоциации, ФБВ является компанией, задачи которой заключаются в организации торговли ценными бумагами. Член фондовой биржи должен быть корпоративным лицом, обеспечивающее брокерскую деятельность.

В 1996 году только 43 лиц предоставляли брокерскую деятельность на Центральном столе предложений (ЦСП) как общественные лица. Характерными чертами ЦСП являются недостаток специфического и физического расположения торгов, возможность проводить торги напрямую между членами ЦСП и их клиентами, системы продолжающихся торгов и возможностью обговаривать цену и количество ценных бумаг. Акции местных компаний, казначейские облигации, облигации компаний и гарантии выставляются на торги на ЦСП. ЦСП является дилерным рынком. Он также высоко автоматизирован. Основным индексом ЦСП является индекс Стола Предложений (ИСП). Регулируемый ЦСП и фондовые рынки различаются прежде всего менее жёсткими критериями для требований к лицам, внесённые в список. Для ЦСП нет необходимости представлять полную информацию, кроме обычного документа, который может называться меморандум с информацией.

Комиссия по ценным бумагам и фондовой бирже Польши была создана в 1991 году как центральный уполномоченный правительственный орган для администрирования общественной торговли ценными бумагами. Новый «Закон по общественной торговле ценными бумагами» от 21 августа 1997 года (который заменил предыдущий акт по

---

<sup>35</sup> Хулхачиев Б. В. Российские финансовые рынки в 1999 году, «Становление и формирование развивающихся рынков капитала» Сборник статей, Бишкек, «Технология», 2000 г., с. 103

<sup>36</sup> Диаковский А., Оленьков Д. Российский опыт создания эффективной системы раскрытия информации на фондовом рынке, «Становление и формирование развивающихся рынков капитала» Сборник статей, Бишкек, «Технология», 2000 г., стр. 135.

общественной торговле ценными бумагами и трастовым фондам» от 22 марта 1991 года) расширил полномочия КЦБФБП в вопросах надзора за операциями. (стр. 184)<sup>37</sup>

Национальный Депозитарий ценных бумаг (НДЦБ) несёт ответственность за управление и надзор за системой депозитария для торгов ценными бумагами. НДЦБ начал функционировать вместе с рынком капитала Польши с 1991 года. С 1991 по 1994 годы функции депозитария исполнялись Фондовой Биржей Варшавы (ФБВ). В настоящее время НДЦБ является независимой компанией, акциями которой в равных пропорциях владеют (1/3) ФБВ, Национальный Банк Польши (НБП) и Государственное Казначейство. Ключевая функция НДЦБ заключается в обеспечении безопасности и регистрации ценных бумаг, через предоставление кода каждой выпущенной ценной бумаге, участвующей в торгах, ведении депозитарных счетов, предоставлении таких услуг, как выплаты процентов или дивидендов, а также проведение клиринга и размещения ценных бумаг. (соха стр.185)<sup>38</sup>

В процессе развития рынок капитала Польши прошёл также этапы естественной эволюции. Вялый рынок, характерной чертой которого являлось отсутствие интереса инвесторов участвовать в рынке капитала (1990-1992 г.). Манипулируемый рынок (с 1992 г.), когда размер и глубина рынка не соответствовали инвестиционному потенциалу инвесторов. Основной чертой такого этапа являлось невозможность влияния на рыночную цену, а также определения даже краткосрочных направлений рынка, при этом решения инвесторов являются значительными для рынка. На этом этапе средняя капитализация биржи возросла с 98 млн. до 249 млн. долларов США. Начинаются проводиться фундаментальные анализы, которые стали определять инвестиционные направления для рынка капитала Польши.

В период 1993 - 1994 гг. на рынке капитала Польши спекулятивный рынок стал доминировать. Индекс Фондовой Биржи Варшавы (WIG) вырос с 1300 до 20 700 пунктов. Этот рост был в основном вызван инвестициями внутренних инвесторов. Для того периода было типичным, когда возврат от инвесторов достигал 10% на один торг. В это время рынок пережил так называемый «обвал». Причинами явились быстрый рост стоимости компаний акции, которых обращались на бирже и недостаток новых компаний. В результате резкого вздутия цен большое количество инвесторов забрали свои сбережения и ушли с рынка. Это период быстрого роста и серьезной угрозы возврата к манипулируемому рынку, однако в результате внедрения дополнительных финансовых инструментов создались условия новых инвестиционных возможностей, возрос инвестиционный потенциал в стране и рынок начал стабилизироваться.

В 1996 году появились симптомы, указывающие на то, что рынок вошёл в новый этап устойчивого развития. Высокий уровень развития рынка капитала Польши может быть достигнут через несколько лет, вместе с окончанием приватизационного периода государственного сектора, и после вхождения полноправным членом в Европейское Сообщество. Рынок должен поддерживаться стабильной рыночной экономикой, действующей в транспарантной и стабильной политической структуре.

В 1999 году капитализация Варшавской фондовой биржи составляло 29869 млн. долларов США, оборот 26887 млн. долларов США<sup>39</sup>

### *Турция*

Законодательная основа функционирования Стабульской фондовой биржи (СФБ) едина с основами регулирования Европейского рынка. Либеральная экономическая политика

---

<sup>37</sup> Соха Я. Формирование и развития рынка капитала Польши, «Становление и формирование развивающихся рынков капитала» Сборник статей, Бишкек, «Технология», 2000., с. 184.

<sup>38</sup> Соха Я. Формирование и развития рынка капитала Польши, «Становление и формирование развивающихся рынков капитала» Сборник статей, Бишкек, «Технология», 2000., с. 185.

<sup>39</sup> Соха Я. Формирование и развития рынка капитала Польши, «Становление и формирование развивающихся рынков капитала» Сборник статей, Бишкек, «Технология», 2000., с. 195.

позволяет свободную репатриацию капиталов и прибылей. Прозрачность – одна из характерных особенностей СФБ. Требования раскрытия информации исполняются незамедлительно. С технологической стороны на СФБ используются полностью автоматизированные торговые системы, и СФБ постоянно стремится к их улучшению. СФБ и кастодиальным банком (Такасбанком) предоставляются клиринговые услуги и услуги по окончательным расчетам по международным стандартам по самым низким ценам. Комиссионные сборы на рынке ценных бумаг СФБ составляют 1 к 100000, что делает СФБ биржей с одними из самых низких в мире цен заключения сделок.

Ликвидность – также является важной стороной для иностранных инвесторов. Средний дневной объем торгов на СФБ с 3 млн. долл. в 1989 г. продолжал расти, достигнув 209 млн. долл. в 1995 г. и 356 млн. долл. в 1999 г. В частности, в связи с недавним позитивным ростом в сфере экономики и политики, объем торгов побил рекорд последнего квартала 1999 г., достигнув 2,3 млрд.долл. в первый же месяц 2000 г. по объемам торгов среди стран с развивающейся экономикой СФБ следует за Тайванем, Южной Кореей и Гонконгом и занимает 21 место в мире<sup>40</sup>.

Классификация СФБ по секторам национального рынка показывает доминирующее положение промышленного производства. Около 60% компаний, торгующих на рынке – предприятия промышленности, в то время как 30% задействованы в финансовом секторе.

Комиссия по ценным бумагам и фондовым биржам США в 1993 г. признала СФБ оффшорным фондовым рынком, а Японская ассоциация фондовых дилеров в 1995 г. официально признала СФБ «рынком вложения инвестиций для японских частных и институциональных инвесторов». Международные инвесторы проявляют интерес к СФБ; от 40 до 60% размещенных на ней акций – доля иностранных инвесторов<sup>41</sup>.

СФБ положила начало совместному проекту с Организацией Экономического Развития. Этот проект охватывает финансовую сторону развития рынка капиталов и малые и средние предприятия. 3 отдельных комитета работают над этими вопросами, и их отчеты будут рассматриваться компетентными органами государств, включенных в этот проект. Данный проект должен внести значительный вклад в дальнейшую разработку ресурсов и, следовательно, в развитие Евро-азиатского региона в целом. Быстрое развитие фондового рынка Турции кроется в динамичном характере турецкой экономики и в стремительно растущем потенциале рынка капиталов.

### *Латвия*

В 1998 году правительство Латвии под руководством Министра финансов начало изучать вопрос о возможности совершенствования надзора в сфере финансовых услуг. Была создана рабочая группа, которая после интенсивного анализа существующей ситуации и детального изучения опыта других стран приняла решение о том, что в условиях Латвии при наличии одной организации по надзору за финансовым сектором можно было бы эффективнее использовать как человеческие, так и финансовые ресурсы. В течение полутора лет был подготовлен законопроект, и в мае 2000 года Сейм принял Закон о Комиссии по финансовому рынку и рынку капитала.

В настоящее время в Латвии надзор за участниками финансового рынка и рынка капитала осуществляют три организации: Банк Латвии, Инспекция по надзору за страхованием и Комиссия по рынку ценных бумаг. Заключение экспертов дают уверенность в наличии нижеперечисленных положительных сторон этого процесса, что позволит успешно реализовать начатую консолидацию: одна надзорная организация финансового сектора безусловно сможет успешнее следовать происходящим процессам,

<sup>40</sup> Бирсен О. Стамбульская фондовая биржа – рынок будущего «Становление и формирование развивающихся рынков капитала» Сборник статей, Бишкек, «Технология», 2000 г., с. 177.

<sup>41</sup> Бирсен О. Стамбульская фондовая биржа – рынок будущего «Становление и формирование развивающихся рынков капитала» Сборник статей, Бишкек, «Технология», 2000 г., с. 178.

сможет предвидеть их в целом; облегчённая коммуникация между участниками рынка и надзорной организацией; более целесообразное расходование необходимых средств на регулирование и надзор; более эффективное привлечение специалистов и более широкие возможности мотивирования их на долгосрочную работу; возможность унифицировать методологию и методы надзора; способствование признания Латвии (Риги) как регионального финансового центра и обеспечение оптимального включения финансового рынка Латвии в рынок Европейского Союза; создание эффективной политики надзора, обеспечивающей защиту инвесторов; оптимизация управления привлечёнными средствами инвесторов, стимулируя честную конкуренцию среди участников рынка<sup>42</sup>.

Значительным является вопрос о финансировании вновь создаваемой организации. Так как обеспечение надзора и регулирования финансового сектора по существу считается услугой, которую получает эта индустрия, то логично предположить, что за эту услугу следует платить её пользователю. В соответствии с Законом создаваемое учреждение будут финансировать участники рынка – кредитные учреждения, страховые общества, брокерские общества, общества совместных вложений и фонды, биржи, Латвийский центральный депозитарий и другие участники рынка, предоставляющие финансовые услуги. Для Латвии такой подход – только частичное нововведение, так как надзор за страхованием содержится за счёт регулярных платежей субъектов надзора. Поэтому в переходный период кредитные учреждения и участники рынка ценных бумаг вначале обеспечат только частичное финансирование организации единого надзора. Закон предусматривает что, начиная с 2007 года необходимые ресурсы для Комиссии по финансовому рынку и рынку капитала полностью будут погашать подлежащие надзору финансовые учреждения. Таким образом, тем, кто предлагает финансовые услуги, достаточно времени для того, чтобы соответственно спланировать и предусмотреть расходы соответствующих статей в своих бюджетах после 2004 года.

Парламент определил для членов совета Комиссии, назначаемых на 6 лет, перечень профессиональных критериев. Эти специалисты должны быть компетентны в вопросах финансового управления, с опытом работы на рынке финансов и капитала не менее 5 лет, с безупречной репутацией. Понятно, что, определяя такие требования, будет возможным хотя бы частично оградить работу Комиссии от прямого влияния политических сил. Выбор и утверждение в Сейме председателя Комиссии и его заместителя также направлены именно на достижение вышеупомянутой цели. В соответствии с Законом кандидатуры на эти должности для утверждения в Сейме совместно предлагают президент Банка Латвии и министр финансов, напрямую ответственные за безопасность и стабильность государственной финансовой системы<sup>43</sup>

### **Украина**

В 2000 году на Украине, по данным Государственной комиссии по ценным бумагам и фондовому рынку, действует около 3 526 тыс. акционерных обществ, общий объем эмиссий акций составлял 5999 млн. дол. США.

По состоянию на 1 января 1999 года общий объем эмиссий облигаций предприятий в денежном виде достиг отметки 26327 тыс. дол. США, в том числе в 1996 году - 24521 тыс. дол. США, в 1997 году - 22304 тыс. дол. США и в 1998 году - 15689 тыс. дол. США. В 1999 году было зарегистрировано 2 эмиссии корпоративных облигаций<sup>44</sup>

---

<sup>42</sup> Густонс В., Лайзанс Т. Латвия на пути к единому надзору за финансовым рынком и рынком капиталов, «Становление и формирование развивающихся рынков капитала» Сборник статей, Бишкек, «технология», 2000 г. с.217.

<sup>43</sup> Густонс В., Лайзанс Т. Латвия на пути к единому надзору за финансовым рынком и рынком капиталов, «Становление и формирование развивающихся рынков капитала» Сборник статей, Бишкек, «технология», 2000 г. с.218.

<sup>44</sup> Мозговой О. Н. Характеристика рынка ценных бумаг на Украине, «Становление и формирование развивающихся рынков капитала» Сборник статей, Бишкек, «Технология», 2000 г., с. 123.

Причинами, по которым предприятия не эффективно используют механизм привлечения средств путем выпуска облигаций, является отрицательное влияние налогового законодательства и высокие ставки на заемные средства на кредитном рынке. Принятый в июле 1999 года Закон Украины "О внесении изменений в некоторые законы Украины с целью стимулирования инвестиционной деятельности" (от 15 июля 1999 года) должен стимулировать выпуск корпоративных облигаций и некоторых других видов ценных бумаг. Этим Законом более четко определены правовые принципы налогообложения операций на рынке ценных бумаг.

Среди причин невысокого развития рынка облигаций местных займов в Украине являются нестабильность национальной валюты, высокие кредитные ставки на финансовом рынке, недоверие отечественных и иностранных инвесторов к рынку облигаций местных займов.

Важную роль в развитии инвестиционных процессов в Украине, и в обеспечении функционирования механизма ведения массовой "сертификационной" приватизации государственного имущества, на протяжении последних 5 лет, играли инвестиционные и взаимные фонды инвестиционных компаний, которые осуществляют исключительную деятельность с общего инвестирования.

С целью развития и активизации инвестиционных процессов в Украине необходимо создать качественно новые институты совместного инвестирования (ИСИ), а именно: корпоративные и паевые инвестиционные фонды, а также обеспечить их деятельность в соответствии с мировыми нормами и стандартами, которые будут более понятными как для отечественных, так и для иностранных инвесторов. Для реализации этой цели нужно ускорить принятие Верховным Советом Украины проекта Закона Украины "Об институтах совместного инвестирования (паевых и корпоративных инвестиционных фондах)". Этим Законом предусматривается безболезненная, без приостановки их деятельности, трансформация имеющихся инвестиционных фондов и инвестиционных компаний в новые ИСИ. Данным проектом Закона не только учитываются требования существующего законодательства относительно обеспечения защиты прав инвесторов, но и устанавливаются более жесткие ограничения деятельности и требования, направленные на защиту прав и интересов мелких инвесторов<sup>45</sup>. Организационное оформление рынка ценных бумаг в Украине представлено фондовыми биржами и торгово-информационными системами.

По состоянию на 1 января 2000 года в Украине действует 6 фондовых бирж и 2 торгово-информационные системы (Крымская фондовая биржа получила этот статус в ноябре 1999 года). Донецкая фондовая биржа, Киевская международная фондовая биржа, Первая фондовая торговая система, Приднепровская фондовая биржа, Украинская межбанковская валютная биржа, Украинская фондовая биржа, Южно-украинская торгово-информационная система, Крымская фондовая биржа.

По состоянию на 1 апреля 2000 года в Украине действует 10 само регулируемых организаций. В Украине невозможно было делегирование Комиссией своих полномочий саморегулирующим организациям относительно выполнения различных функций, главным образом потому, что само регулируемые организации не охватили всех профессиональных участников фондового рынка.

#### *Казахстан*

Для Казахстанской фондовой биржи (KASE) 1999 год оказался выдающимся в том смысле, что никогда еще в республике организованная составляющая финансового рынка не контролировала столь высокой оборот денег. Всего на биржевых площадках в 1999

---

<sup>45</sup> Мозговой О. Н. Характеристика рынка ценных бумаг на Украине, «Становление и формирование развивающихся рынков капитала» Сборник статей, Бишкек, «Технология», 2000 г., с. 130.

году было проведено сделок на общую сумму 442,0 млрд тенге или 3 534,6 млн долларов США. По сравнению с предыдущим годом прирост наблюдается во всех секторах рынка<sup>46</sup>.

В июне 1997 года в Казахстане был принят Закон "О пенсионном обеспечении". Закон разрешал создание частных пенсионных фондов как альтернативу государственному пенсионному фонду, на счета которых могли бы переводиться обязательные пенсионные отчисления трудящихся. Закон вступил в действие 1 января 1998 года, а к апрелю того же года казахстанские частные пенсионные фонды начали получать вклады от трудящихся. Сегодня на частные пенсионные фонды приходится более 50% от всего количества накоплений пенсионных фондов. В Казахстане инвестиции пенсионных фондов регулируются и контролируются Национальной комиссией по ценным бумагам.

Основная забота накопительных пенсионных фондов – это сохранение капитала, следовательно, пенсионные фонды должны воздерживаться от спекулятивного прироста капитала в пользу предсказуемых будущих доходов. Финансовые инструменты с фиксированным доходом являлись единственным видом инвестиций, на которые управляющие фондами должны обращать внимание.

Но существовали проблемы. Единственными ценными бумагами с фиксированным доходом, имеющимися в наличии для инвестиций, были краткосрочные государственные казначейские бумаги и евробонды. В начале 1999 года управляющие активами пенсионных фондов сделали более 95% своих инвестиций в государственные ценные бумаги. Такая концентрация инвестиций в одном классе активов была бы губительна для пенсионных фондов в случае, если бы в Казахстане повторилась ситуация подобная той, которая произошла в России. Казахстанским управляющим активами явно необходимо диверсифицировать свои инвестиции за счет других финансовых инструментов с фиксированным доходом, чтобы уменьшить риски<sup>47</sup>.

В начале 1999 года в отсутствие приватизации «голубых фишек» и предсказуемых экономических условий сменяются приоритеты и ориентиры, направленные ранее на развитие рынка акций, и сконцентрировались на развитии в Казахстане рынка финансовых инструментов с фиксированным доходом с этого момента начал развиваться рынок долговых ценных бумаг.

В Казахстане инвесторский спрос на ценные бумаги формируют две основные группы институциональных инвесторов: компаний по управлению пенсионными активами (КУПА) и банки. В обозримом будущем к ним должны добавиться страховые организации и инвестиционные фонды. Поскольку банки ограничены в своей деятельности на фондовом рынке (они могут покупать облигации и, с ограничениями, акции, но им запрещены брокерские операции с корпоративными ценными бумагами), объем и характер инвесторского спроса будут формировать прежде всего КУПА. Сейчас в их управлении находятся пенсионные активы более чем на 200 миллионов долларов США, из которых 30 процентов (60 миллионов долларов США) может быть инвестировано в негосударственные ценные бумаги, и эти суммы постоянно растут. При этом: (1) КУПА являются средне- и долгосрочными инвесторами, (2) для КУПА предпочтительны долговые финансовые инструменты, прежде всего облигации, которые в отличие от акций, обладают большей предсказуемостью доходов. Эти характеристики могут быть в дальнейшем применены и к страховым организациям, и к инвестиционным фондам.

Уже сейчас КУПА испытывают дефицит финансовых инструментов, в которые могут быть размещены пенсионные активы. Принимая во внимание этот фактор и отмеченные выше характеристики, можно предполагать, что облигации, размещенные на

---

<sup>46</sup> Карасаев Д. Б. KASE – вчера и сегодня, «Становление и формирование развивающихся рынков капитала» Сборник статей, Бишкек, «Технология» 2000 г., с. 145.

<sup>47</sup> Луктерхэнд Д. Муди С. Развитие долговых ценных бумаг в Казахстане, «Становление и формирование развивающихся рынков капитала» Сборник статей, Бишкек, «Технология», 2000 г., с. 162.

фондовом рынке, будут удерживаться КУПА до погашения, если только им не будут предлагаться впоследствии более доходные инструменты<sup>48</sup>.

Объемы же вторичного рынка (рынка перелива капиталов и спекулятивных операций) будут, по всей видимости, незначительными и формироваться, в основном, банками, которые в отличие от КУПА больше ориентированы на ликвидность вложений, брокерами–дилерами и иностранными портфельными спекулятивными инвесторами.

Казахстанский фондовый рынок имеет перспективы развития, однако будет иметь отличный от иностранных рынков вид. Это будет прежде всего: 1) рынок облигаций; 2) рынок, главным образом, первичных размещений ценных бумаг, ориентированных на казахстанских институциональных инвесторов (КУПА и банки); 3) рынок, объем которого будет определяться объемами свободных ресурсов казахстанских институциональных инвесторов; 4) слабо спекулятивный рынок<sup>49</sup>.

Возможные отклонения от данного прогноза зависят от общего развития казахстанской экономики (то есть от состояния эмитентов ценных бумаг и институциональных инвесторов) и от степени присутствия на казахстанском фондовом рынке иностранных портфельных инвесторов.

### *Узбекистан*

Точкой отсчета фундаментального развития рынка можно определить 1994 год, когда правительством Узбекистана были инициированы процессы разгосударствления, а также приняты основополагающие нормативные акты по приватизации, акционированию государственных предприятий и собственно рынку ценных бумаг.

Руководство республики изначально отказалось от шоковых методов перехода к рынку и по настоящее время проводит политику последовательного и поэтапного осуществления реформ. С учетом особенностей собственной модели перехода к рыночным отношениям в Узбекистане были разработаны и нашли практическое применение собственные подходы к осуществлению приватизации и формированию многоукладной экономики, учитывающие специфику Узбекистана, менталитет народа и различные местные особенности.

Рынок корпоративных ценных бумаг Узбекистана разделен на биржевой и внебиржевой рынки, обслуживаемые соответствующими торговыми системами: биржевой рынок – Республиканской фондовой биржей «Ташкент», имеющей 12 подразделений в регионах республики; внебиржевой рынок – электронной системой внебиржевых торгов ценными бумагами «Элсис-Савдо» с более 35 пунктами приема заявок.<sup>50</sup>

Для обслуживания биржевого и внебиржевого рынков функционируют: двухуровневая депозитарная система, включающая Центральный депозитарий и более 30 депозитариев второго уровня; Расчетно-клиринговая палата «Элсис-Клиринг»; более 30 информационно-аналитических, консалтинговых, рейтинговых, оценочных и аудиторских организаций; более 300 инвестиционных фондов, управляющих компаний, инвестиционных компаний, брокерско-дилерских фирм, реестродержательских и других организаций.

---

<sup>48</sup> Джолдасбеков А. М. Перспективы развития казахстанского фондового рынка, «Становление и формирование развивающихся рынков капитала» Сборник статей, Бишкек, «Технология», 2000 г., с. 111.

<sup>49</sup> Джолдасбеков А. М. Перспективы развития казахстанского фондового рынка, «Становление и формирование развивающихся рынков капитала» Сборник статей, Бишкек, «Технология», 2000 г., с. 111.

<sup>50</sup> Юнусматов М.С. Роль государства в развитии фондового рынка и приватизации в Республике Узбекистан, «Становление и формирование развивающихся рынков капитала» Сборник статей, Бишкек, «Технология», 2000 г., с. 112.

На рынке корпоративных ценных бумаг в основном обращаются акции более 4600 акционерных обществ и коммерческих банков, общий объем выпуска которых в настоящий момент составляет более 650 млрд. сум (около 3 млрд. долларов США).<sup>51</sup>

Необходимо отметить льготы, установленные законодательством для иностранных инвесторов, желающих инвестировать в экономику Узбекистана, такие, как: защита от негативного влияния от изменения текущего законодательства на период 10 лет с момента регистрации; освобождение от налогообложения на семь лет в случае инвестирования в проект, включенный в Государственную инвестиционную программу, либо снижение налогообложения на прибыль до 25 %; освобождение от налога на имущество в случае, если уставной капитал предприятия составляет не менее 500 000 долларов США; освобождение от налога на землю в течение первых двух лет существования предприятия.

В целях создания дальнейшего развития и совершенствования нормативно-правовой базы и инфраструктуры рынка ценных бумаг, создания организационно-экономических условий для активизации деятельности отечественных и зарубежных инвесторов и профессиональных участников рынка, а также обеспечения интеграции отечественного фондового рынка в международный рынок капитала правительством Республики Узбекистан была инициирована разработка Программы укрепления и развития рынка корпоративных ценных бумаг в 2000-2005 г.г.

В рамках разработанной Программы предполагается реализация ряда мер, направленных на активизацию процессов разгосударствления и приватизации, а также привлечение иностранных инвестиций.

#### *Монголия*

Важнейшим условием создания фондового рынка в Монголии является проведение массовой приватизации и акционирования государственных предприятий. В Монголии приватизация осуществлялась ваучерным методом. Ваучеры - это документы, удостоверяющие имущественное право на бесплатное приобретение государственной собственности на сумму 1000 тугриков. Они имели номинальную и рыночную цену<sup>52</sup>

Особенностью проведения приватизации в Монголии является тот факт, что приватизация по ваучерной схеме осуществлялась через фондовую биржу и подчиняющиеся ей брокерские фирмы. Фондовый рынок Монголии характеризуется небольшими масштабами. Рыночная капитализация фондовых ценностей по состоянию на конец 1999 г. составляет всего лишь 32,01 млн. долл. США.

В настоящее время монгольский рынок ценных бумаг характеризуется относительной неразвитостью. К основным причинам неразвитости РЦБ Монголии могут быть отнесены следующие:

- кризисное состояние экономики и финансовой системы, низкий уровень жизни населения, сопровождающийся низкими темпами роста доходов населения;
- неразвитость финансового рынка и рыночных финансовых институтов;
- низкий уровень финансового состояния монгольских эмитентов, препятствующий привлечению зарубежных и отечественных инвесторов;
- отсутствие благоприятных экономических условий для привлечения частных и институциональных инвесторов на РЦБ;
- продажа государственных пакетов акций вне биржевой торговли на аукционах;

---

<sup>51</sup> Юнусматов М.С. Роль государства в развитии фондового рынка и приватизации в Республике Узбекистан, «Становление и формирование развивающихся рынков капитала» Сборник статей, Бишкек, «Технология», 2000 г., с. 114.

<sup>52</sup> Ядамсурэн Ж. Становление и тенденция развития рынка ценных бумаг в Монголии, «Становление и формирование и развивающихся рынков капитала» Сборник статей, Бишкек, «Технология», 2000 г., с. 198.

- концентрация акций приватизированных предприятий в руках немногих держателей, что привело к боязни утраты контроля над предприятиями и др.<sup>53</sup>.

Наряду с другими вопросами основной проблемой в области инфраструктуры РЦБ является отсутствие и недоступность индивидуальным и институциональным инвесторам аналитической информации о состоянии рынка, об эмитентах и профессиональных участниках рынка ценных бумаг. В дальнейшем для полноценного функционирования рынка ценных бумаг потребуется создание единой информационной системы, соединяющей участников фондового рынка и обеспечивающей мелких инвесторов необходимой информацией о рынке ценных бумаг.

Таким образом, развивающиеся рынки капиталов имеют различные проблемы в становлении, которые в свою очередь достаточно весомо зависят от конкретных условий развития экономики в стране в целом. Но с другой стороны качество обсуждаемых проблем показывает, что в целом постсоциалистические страны имеют схожие проблемы даже в хронологии своего развития. В таких условиях фондовому рынку нашей республики очень важно изучать опыт становления в других странах и внедрять у себя удачные практики, как развития законодательной базы, так и технического уровня инфраструктуры данного рынка.

---

<sup>53</sup> Ядамсурэн Ж. Становление и тенденция развития рынка ценных бумаг в Монголии, «Становление и формирование и развивающихся рынков капитала» Сборник статей, Бишкек, «Технология», 2000 г., с. 200.

## **Глава II. АНАЛИЗ ЭМИССИИ ЦЕННЫХ БУМАГ, ИМЕЮЩИХ ОБРАЩЕНИЕ В КЫРГЫЗСКОЙ РЕСПУБЛИКЕ**

### **2.1. Государственные ценные бумаги**

Рынок государственных ценных бумаг Кыргызской Республики представлен следующими видами ценных бумаг: государственные казначейские векселя, государственные казначейские обязательства, облигации государственного реструктуризированного займа, государственные среднесрочные купонные облигации, приватизационные купоны. Также была предусмотрена эмиссия государственного сберегательного займа, муниципальных облигаций.

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.

Эмитентом ГКВ является Министерство финансов Кыргызской Республики. Агентом по обслуживанию выпусков ГКВ выступает Национальный банк Кыргызской Республики (НБКР). Размещение выпусков ГКВ производится еженедельно через аукционы, проводимые НБКР. Право участия в аукционах имеют 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. 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 дилеры выступают в роли субдепозитариев, выполняющих функции по хранению и учету прав собственности в разрезе инвесторов.

Следует отметить, что ГКВ стали основным инструментом государственного внутреннего заимствования и поэтому является основным финансовым инструментом бюджета, обращающегося 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 не инфляционного пути финансирования долга бюджета.

Выпуск в обращение государственных ценных бумаг был начат в мае 1993 года на основе постановления Правительства Кыргызской Республики «О выпуске и размещении краткосрочных казначейских векселей» от 22 марта 1993 года № 123. Впервые были выпущены государственные казначейские облигации со сроком обращения 3 месяца.

Общий объем эмиссий ГКВ в 1993 году составил 12,4 млн. сомов. Объем поступлений в бюджет республики за счет реализации составил 10,5 млн. сомов. Сумма погашения составила 11,4 млн. сомов. Доходность ГКВ в 1993 году варьировалась от 37,84% до 187,88% годовых.

В 1994 году объем эмиссий ГКВ составил 221,7 млн. сомов. Объем поступлений в бюджет за счет реализации составил 157, 806 млн. сомов. Сумма погашения составила 223,234 млн. сомов. Доходность ГКВ в 1994 году варьировалась от 137,48% до 222,5% годовых. Таким образом, в 1994 году общий объем государственных заимствований через рынок ценных бумаг увеличился за один год почти в 18 раз.

Объем эмиссий ГКВ в 1995 году составил 185,3 млн. сомов. Поступления в бюджет составило всего — 170 млн. сомов. Сумма погашения — 116, 039 млн. сомов. Следует

отметить, что с 1995 года начался выпуск ГКВ уже трех типов — 3-х, 6-и, 12-х месячными сроками погашения. Это начинает указывать на то, что с развитием финансовых инструментов государственного заимствования начинают появляться тенденции к стабилизации макроэкономических показателей экономики, снижения инфляции и соответственно постепенного снижения ставок доходности государственных долговых бумаг.

Доходность по ГКВ с 3 месячным сроком обращения в 1995 году варьировалась от 25,21 до 75,91%, по 6 месячным от 31,75 до 125,19 % и по 12 месячным от 44,77 до 64,01%. Средняя цена по ГКВ в 1995 году колебалась от 83,90 до 94,01 сома за 1 вексель со сроком погашения 3 месяца, от 75,90 до 86,17 сома за вексель со сроком погашения 6 месяцев и от 60,71 до 68,84 сома за 1 вексель со сроком погашения 12 месяцев.

В 1996 году объем эмиссий составил 375,1 млн. сомов. От размещения которых в бюджет поступило 324,6 млн. сомов. Погашено ГКВ на сумму 266,3 млн. сомов. Доходность 3 месячных ГКВ в 1996 году повысилась от 38,17 до 52,32% годовых, доходность 6 месячных ГКВ повысилась от 48,93 до 63,19% годовых, и доходность 12 месячных ГКВ повысилась с 43,90 до 86,93% годовых. Резких колебаний цен на вексель со сроком обращения 3 месяца не наблюдалось, цена снизилась с 93.04 до 88.32 сома за 1 вексель. Цена за вексель со сроком обращения 6 месяцев с 80,17 сома в апреле снизилась до 75,79 сома в декабре. Заметное снижение цены за вексель со сроком обращения 12 месяцев от 69,26 сома в июле до 53,22 сома в октябре.

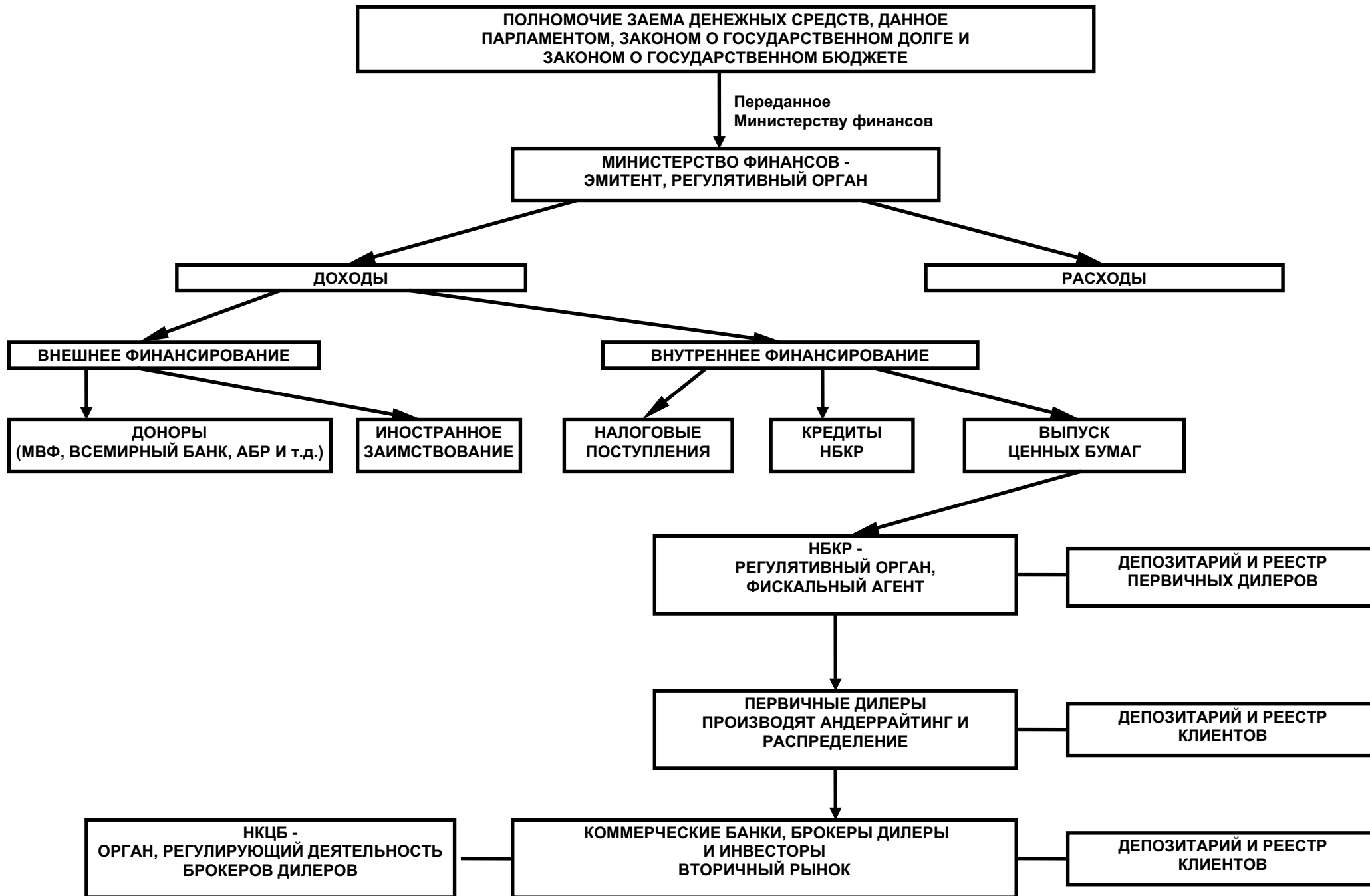
Резких колебаний цен на вексель со сроком обращения 3 мес. не наблюдалось, цена снизилась с 93.04 до 88.32 сома за 1 вексель. Цена за вексель со сроком обращения 6 мес. с 80,17 сома в апреле снизилась до 75,79 сома в декабре. Заметное снижение цены за вексель со сроком обращения 12 мес. от 69,26 сома в июле до 53,22 сома в октябре.

В 1997 году объем эмиссий ГКВ составил 729,7 млн. сомов. В бюджет поступило 607,0 млн. сомов. Сумма погашения составила 556,3 млн. сомов. По сравнению с ростом доходности ГКВ в предыдущем году, в 1997 году прослеживается ее значительное снижение по всем срокам погашения. По сравнению с предыдущим годом, в 1997 году цены на ГКВ имели общую тенденцию к повышению.

Следует отметить, что постановлением Национального банка Кыргызской Республики были утверждены «Временные правила регистрации залогового обеспечения в виде государственных казначейских векселей в НБКР», с этого момента стало возможным проведение залоговых операций с ГКВ.

Объем эмиссий ГКВ в 1998 году составил 914,3 млн. сомов. Поступления в бюджет от реализации ГКВ составили 760,6 млн. сомов. Сумма погашения составила 847,3 млн. сомов. В 1998 году наблюдается общая тенденция к снижению цен на ГКВ по всем срокам погашения. Доходность ГКВ в 1998 году достаточно динамична. К примеру, 3 месячные ГКВ, доходность по ним выросла в ноябре до 144,7% и резко упала до 32,9% годовых. Почти одинаково прослеживается динамика ГКВ со сроками погашения 6 и 12 месяцев.

Рис. 5. МОДЕЛЬ РЫНКА ГОСУДАРСТВЕННЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ



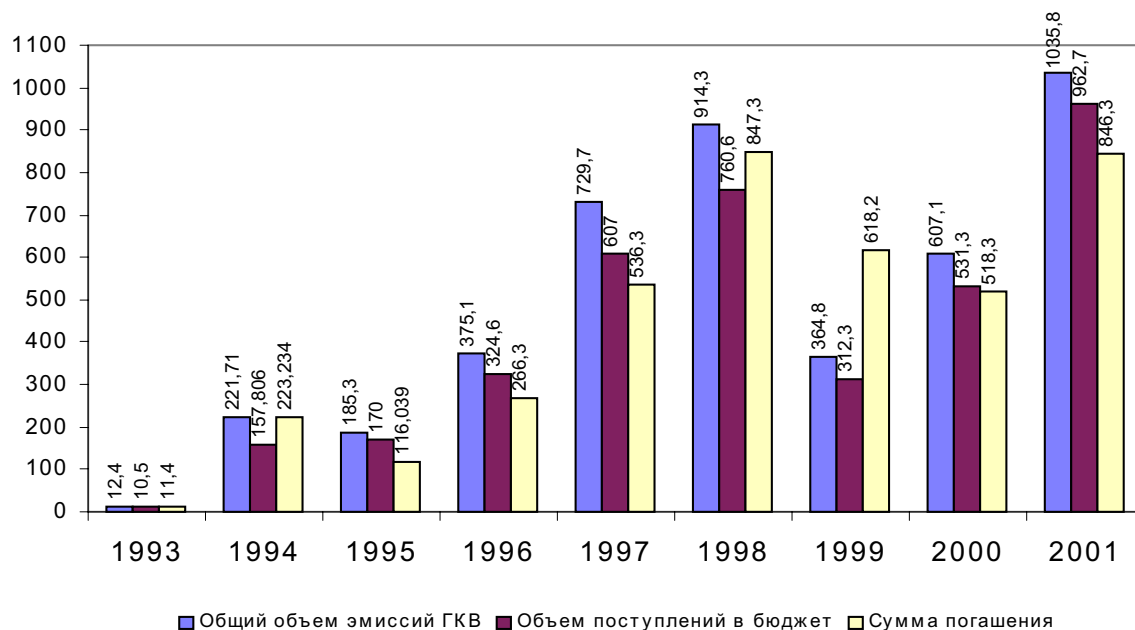
В 1999 году объем эмиссий ГКВ составил 364,8 млн. сомов. Реализовано было на сумму 312,3 млн. сомов. Сумма погашения составила 618,2 млн. сомов. В 1999 году наблюдается относительная стабильность цен по ГКВ сроком обращения 3 и 6 месяцев. Наблюдается рост цен на 12 мес. ГКВ с 58,07 сома в январе до 72,82 сома в мае. Доходность ГКВ по всем срокам погашения в 1999 году очень динамична, особенно резкие колебания заметны с доходностью ГКВ со сроком обращения 6 месяцев.

За 2000 год объем эмиссий ГКВ составил 607.090 млн. сомов. Поступление в бюджет за этот период составило 531.345 млн. сомов. Погашено ГКВ на сумму 518.341 млн. сомов. Динамика цен на ГКВ по всем срокам погашения в 2000 году имеет стабильную тенденцию роста до июля месяца, затем наблюдается общий спад цен и вновь обрела тенденцию роста.

За 2001 года объем эмиссии по ГКВ составил 1035,8 млн. сом. Поступление средств в бюджет от их продажи составили 962,7 млн. сом., погашено ГКВ сроки по которым наступили на сумму 846,3 млн. сомов из них по основной сумме 766,8 млн. сомов и по процентам 79,5 млн. сомов. Чистое финансирование бюджета по ГКВ за 2001 год составило 195,9 млн. сомов. На 1.01.02 г. в обращении находится ГКВ на сумму 440,5 млн. сом.

В целом в 2001 году ситуация на рынке государственных векселей была довольно благоприятной так как формирование доходности векселей происходило под воздействием изменения ликвидности в банковской системе. В начале года когда первичные дилеры испытывали некоторый недостаток ликвидности, наблюдалось сокращение спроса на ГКВ и повышение доходности. В последнее время наблюдается тенденция к увеличению банковских депозитов, что приводит в свою очередь к понижению процентных ставок.

**Рис.6 Динамика структуры эмиссии ГКВ, а также сумм поступлений и погашения в период с 1993 по 2001 гг. (в млн. сомов)<sup>54</sup>**



<sup>54</sup> Данные Министерства финансов Кыргызской Республики.

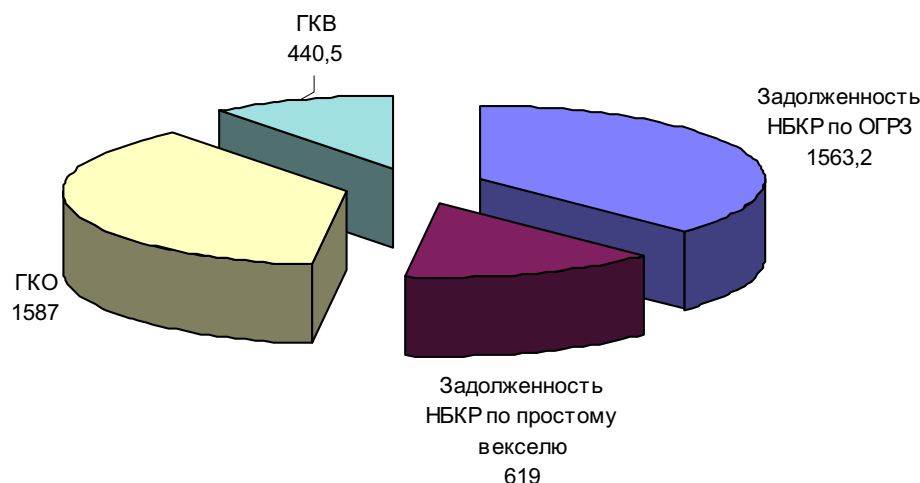
Из всех вышепоказанных графиков изменения цен и доходности по Государственным Казначейским Векселям с 1993 года по 2000 год следует, что доходность ГКВ на прямую зависит от цен на них.

Высоко складывающиеся цены способствуют снижению спроса на них, а следовательно падает и доходность по ним.

Чем выше срок обращения, тем выше доходность. Это объясняется тем, что ГКВ с наименьшим сроком обращения не смотря ни на что, более ликвидные и спрос на них высок.

На 1 января 2002 года Государственный долг Правительства Кыргызской Республики по Государственным ценным бумагам составляет 4209,7 млн. сомов.

**Рис. 7 Долг Правительства по Государственным ценным бумагам за период с 1993 по 2000 годы (в млн. сомов)<sup>55</sup>**



Облигации государственного реструктуризируемого займа (ОГРЗ) — государственные ценные бумаги, выпущенные Министерством финансов в соответствии с законом «О реструктуризации задолженности Правительства Кыргызской Республики перед Национальным банком» в июне 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 Репс в целях денежно-кредитной политики.

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.

Первичное размещение и регистрация сделок на вторичном рынке КО производится непосредственно Министерством финансов.

Государственные среднесрочные казначейские облигации (ГСКО) являются обращающимися государственными ценными бумагами сроком обращения 2, 3 года и 5 лет с

<sup>55</sup> Данные Министерства финансов Кыргызской Республики.

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. До настоящего времени выпуск ГСКО еще не проводился.

### **Ноты Национального банка Кыргызской Республики**

В июне 2000 года Национальный банк КР начал выпуск нового финансового инструмента — ноты НБКР и на 1 января 2001 года объем в обращении по номинальной стоимости составил 19,6 млн. сом.

Объем продаж нот НБКР составил за год 152,4 млн. сом. (по номинальной стоимости). Объем погашения за 2000 год составил 132,8 млн. сом. Основная доля продаж приходится на 28 дневные ноты, что составляет 42,7% от общего объема продаж нот НБКР.

На конец 2000 года основными держателями нот являются коммерческие банки, доля их составляет 74%. Увеличился удельный вес финансовых инвесторов до 37,7%.

### **Приватизационные купоны (менчиктештириі купону)**

В условиях перехода к рыночной экономике одной из главных целей приватизации в Кыргызской Республике явилась безвозмездная передача части государственной собственности населению. 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), и обмен СПС на акции производился непосредственно на предприятиях.

«Важную роль в успехе этого процесса сыграли специализированные инвестиционные фонды (СИФ), аккумулирующих купоны граждан для обмена их на акции, посредством участия на купонных аукционах. Купонная приватизация была успешно завершена в 1997 году. Другим путем обмена купонов на акции было прямое участие на купонных аукционах в аукционных центрах.

Приватизация государственных предприятий оказалась центральным звеном программы структурных преобразований. Все средние и крупные предприятия были частично приватизированы через программу купонных аукционов, а большинство предприятий были полностью приватизированы путем последующих денежных аукционов<sup>56</sup>.»

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;

---

<sup>56</sup> А. А. Акаев. «Переходная экономика глазами физика» (Математическая модель переходной экономики), Бишкек 2000, с. 45.

«Менчиктештирїї купону» (приватизационный купон) как материальный носитель уаеа, представляет государственную ценную бумагу целевого назначения на предъявителя.

Приватизационный купон, в отличие от СПС, может продаваться, покупаться или отчуждаться в иной форме их владельцами до истечения срока его действия, что дает 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.

Обмен СПС на приватизационные купоны осуществлялся через сеть отделений и филиалов Кыргызэлбанка с неоднократным продлением срока их обмена (4 раза), в результате которого 2617,7 тысяч граждан, или 75,5 процента населения республики стали обладателями купонов.

## **Муниципальные ценные бумаги**

В 1997 году Бишкекской мэрией была произведена первая эмиссия муниципальных ценных бумаг. Однако в результате неподготовленности законодательной основы их действия обращение муниципальных облигаций было приостановлено.

### **2.2. Анализ динамики эмиссии корпоративных ценных бумаг и его влияние на внутренний валовой продукт**

Эмиссия ценных бумаг хозяйствующими организациями является важным механизмом привлечения инвестиций в экономику республики и соответственно влияет на изменение показателя валового внутреннего продукта. Также является показателем инвестиционной и деловой активности в экономике.

В случае эмиссии акций, так называемых ценных бумаг без фиксированного дохода, происходит прямое, безвозвратное инвестирование предприятия путем выкупа определенной доли, части предприятия и соответственно автоматически инвестор превращается в партнера с вытекающими отсюда правами управления и владения. Следует уточнить, что существует разница между видами акций. В отличие от простых акций, привилегированные являются без права голоса, но подлежат выплате дивидендов, обусловленных в проспекте эмиссии и поэтому по природе больше подходят к бумагам с фиксированными доходами.

В случае эмиссии облигаций, так называемые ценные бумаги с фиксированными доходами, происходит заимствование на рынке капитала для финансирования деятельности предприятия на возвратной основе под определенное вознаграждение, заложенных в условиях выпуска.

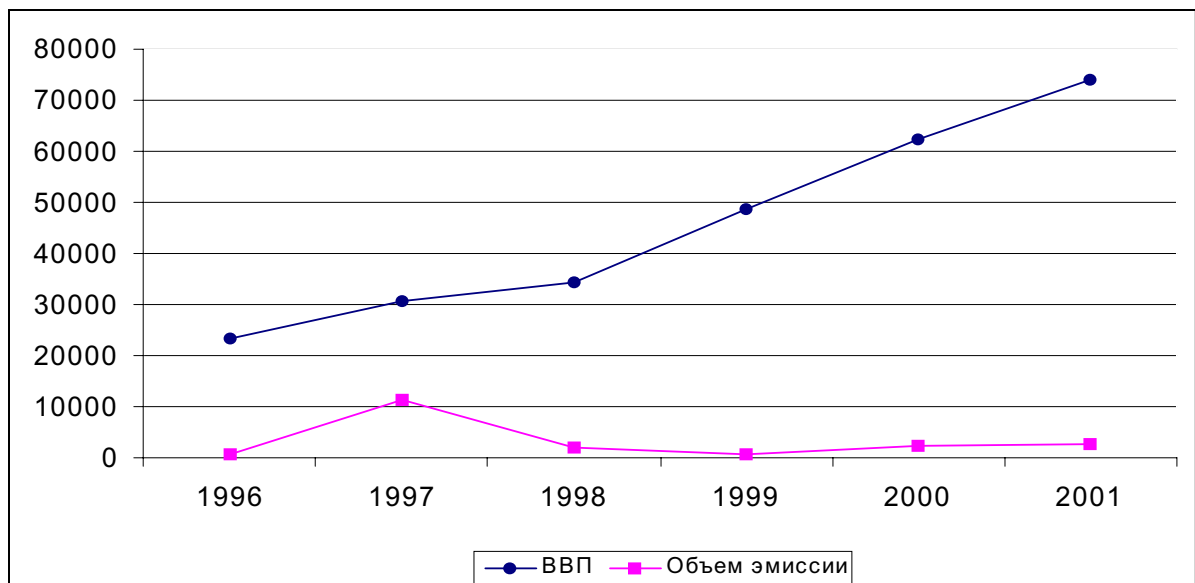
В настоящей монографии все данные о корпоративных ценных бумагах и расчеты по ним подготовлены на основе материалов Государственной комиссии при Правительстве Кыргызской Республики по рынку ценных бумаг за период 1995 – 2001 годы.

По состоянию на 1 января 2002 года в суммарном выражении было зарегистрировано 1 838 выпусков акций акционерных обществ Кыргызской Республики на сумму 20 390 млн.сом и 7 выпусков облигаций на сумму 110,4 млн.сом. Из общего объема эмиссии акций 78,7% составляют учредительные выпуски акций и 21,3% — дополнительные выпуски акций. Акционерные общества, преобразованные из государственных предприятий, осуществили выпуски акций на сумму, составляющую 75,3% от общего объема эмиссии, вновь учрежденные — 24,7%.

Выпуски акций осуществили 1472 акционерных общества, из них, 1212 — АО открытого типа, 260 — АО закрытого типа.

Количество акционеров около 300 тысяч.

**Рис. 8 Динамика объемов ВВП и корпоративных ценных бумаг за 1995-2001 гг. (в млн. сомах)**



Таким образом, суммарный объем корпоративных ценных бумаг, находящихся в обращении составил около 28 процентов к уровню ВВП, что представляется небольшим и характеризует небольшое влияние на экономику.

Для справки отметим, что отношение объема только акций, находящихся в обращении в развитых странах к уровню ВВП превышает 100 процентов. Отдельным показателем является объем эмиссии облигаций и других финансовых инструментов.

*Таблица 1*

**Сравнительная таблица внутреннего валового продукта, объема эмиссии корпоративных ценных бумаг за 1996-2001 годы.**

	1996	1997	1998	1999	2000	2001
ВВП (млн.сомов)	23399	30686	34181	48744	65358	73890
Объем эмиссии корпоративных ценных бумаг (млн.сомов)	564,3	11367	2156,1	831,1	2497,8	2676,9
Отношение объема эмиссии к ВВП (%)	2,41	37,0	6,31	1,70	3,82	3,62

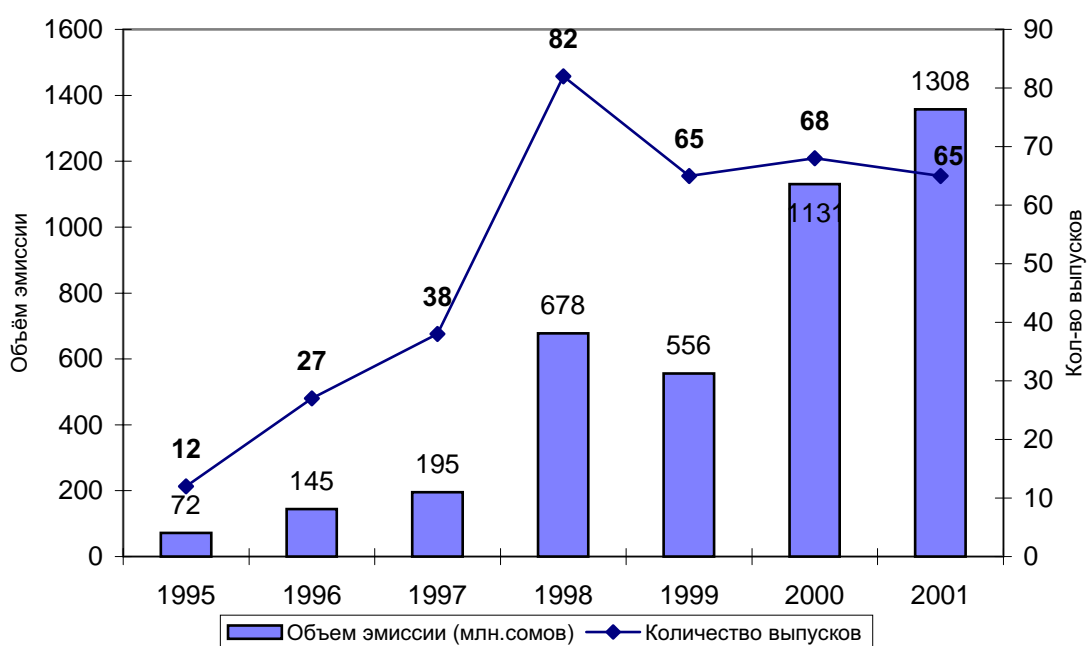
По отношению к ВВП объем эмиссии корпоративных ценных бумаг составляет от 1 до 5 процентов, за исключением 1997 г., когда были зарегистрированы выпуски акций предприятий монополистов и АО, образованных в предыдущие годы.

Таким образом, позитивное изменение показателя носит больше организационно-технический характер, связанный с решением определенных правительственных задач по приватизации крупных объектов и поэтому нельзя утверждать о рыночном всплеске эмиссий. Хотя при этом необходимо констатировать увеличение реальной капитализации фондового рынка.

Важным показателем деятельности акционерных обществ по мобилизации новых инвестиций являются дополнительные эмиссии ценных бумаг. В настоящий момент, компании производят в основном акции с целью их продажи для привлечения дополнительных средств, а также приведения в соответствие стоимости активов за счет переоценки основных фондов. В последнем случае выпущенные акции бесплатно распределяются среди акционеров пропорционально их долям. Хотя в перспективе предполагается массовая эмиссия облигаций.

Объем дополнительных эмиссий акций за период 1995-2001 г.г. составил 4083 млн. сомов.

**Рис.9. Изменения объема эмиссий и количества дополнительных выпусков акций.**



Как видно из рис.10, начиная с 1995 года наблюдается рост объема дополнительных выпусков акций. За 2001 г. он составляет 1308 млн.сом, что больше чем за предыдущие годы. При этом рост имеет качественные параметры, с уменьшением количества выпусков акционерными обществами увеличивается его объем. Рост мобилизации капитала для развития компаний является свидетельством с одной стороны, возросшей подготовленности менеджеров компаний для работы на финансовом рынке с целью мобилизации капитала и фактическим увеличением инвестиционных потоков в сектор компаний через приобретение их акций.

Объемы дополнительных эмиссий акций к уровню внутреннего валового продукта за последние годы имеют небольшие колебания и составляют не более 3 процентов (от 1,5% — 3%). Общий объем дополнительной эмиссии акций, находящихся в обращении составляет 4,5 процента к уровню ВВП 2000 года.

При этом важно отметить изменение абсолютного показателя дополнительных эмиссий от 72 млн. сомов в 1995 году и 1308 млн. сомов в 2001 году. Рост составил 1570 процентов или около 18 раз.

Из общего объема дополнительных эмиссий акций за вышеуказанный период 3651 млн.сомов (89%) составляют эмиссии акций для продажи, 432 млн.сомов (11%) — за счет переоценки основных фондов.

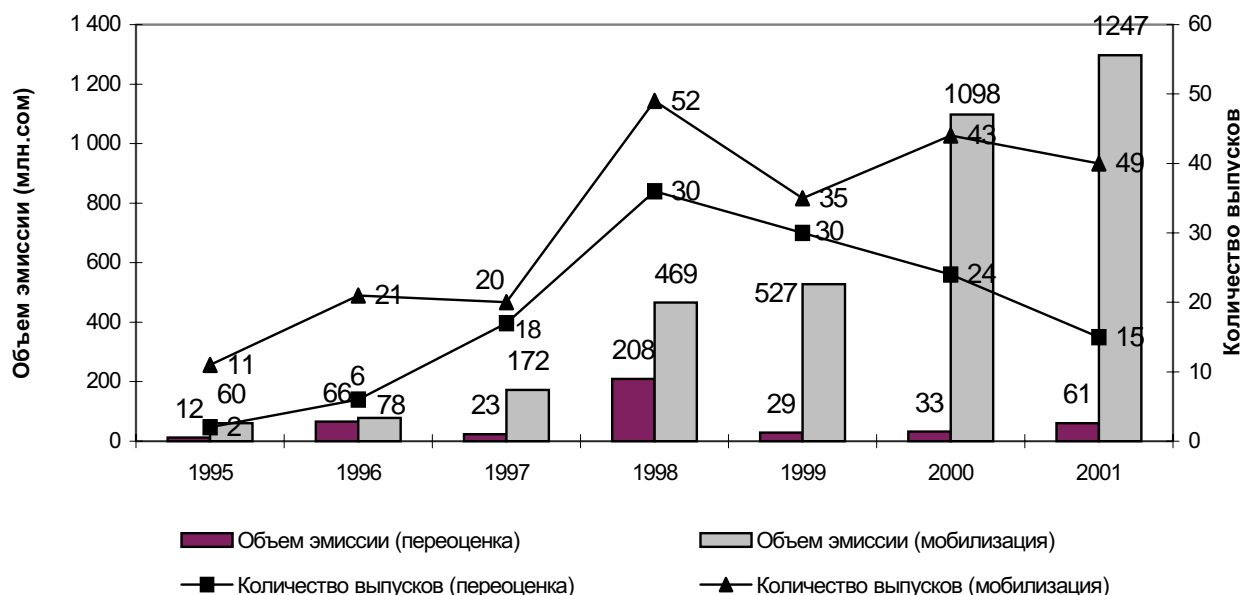
**Структуры и динамики дополнительных эмиссий акций  
за 1995-2001 г.г. (млн. сом)**

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	Итого
Общий объем эмиссии дополнительных выпусков акций, млн. сом	72	144	195	677	556	1131	1308	4083
Общее количество выпусков дополнительных выпусков акций	12	27	38	82	65	67	64	355
Объем эмиссии (мобилизация), млн. сом	60	78	172	469	527	1098	1247	3651
Количество выпусков (мобилизация)	11	21	20	52	35	43	49	231
Объем эмиссии (переоценка), млн. сом	12	66	23	208	29	33	61	432
Количество выпусков (переоценка)	1	6	18	30	30	24	15	124

Изменение соотношения между эмиссиями с целью переоценки основных фондов и с целью мобилизации дополнительного капитала имеет тенденцию к увеличению доли эмиссий для мобилизации капитала. Таблица наглядно демонстрирует изменение структуры дополнительных выпусков в сторону увеличения выпусков ценных бумаг с целью мобилизации капитала.

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.

*Рис.10* Динамика объема и количества эмиссий акций за 1995—2001 годы



В соответствии с первым постановлением балансовая стоимость зданий и сооружений, приобретенных до 1991 года, переоценивались с коэффициентом 25, а в 1991 г. с коэффициентом — 12. Балансовая стоимость оборудования и машин, приобретенных до 1991 года переоценивались с коэффициентом от 16 до 36, а в 1991 году — от 3 до 20.

При переоценке основных фондов по состоянию на 1.01.1996 года балансовая стоимость основных средств определялась с учетом следующих коэффициентов:

для зданий, сооружений, приобретенных:

в 1993 г. — 4,0

в 1994 г. — 1,6

в 1995 г. — 1,1

для машин и оборудования, приобретенных:

в 1993 г. — от 2,4 до 10,0

в 1994 г. — от 1,3 до 3,0

в 1995 г. — 1,0

для транспортных средств, приобретенных:

в 1993 г. — от 1,2 до 5,0

в 1994 г. — от 1,2 до 2,3

в 1995 г. — от 1,0 до 1,5

Существует две категории эмитентов, кто выбрал увеличение уставного капитала за счет переоценки основных фондов. Первые — это компании, которые не имели уставный 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 произошел 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.

### **2.3. Сравнительный анализ эмиссий акционерных обществ, преобразованных из государственных предприятий (приватизированные) и вновь учрежденных.**

Из общего числа зарегистрированных выпусков акций 1457 выпусков являются учредительными и в сумме составляют 16191 млн.сомов (79% от общего объема эмиссии) и 387 дополнительными выпусками акций на сумму 4191 млн. сомов (21%).

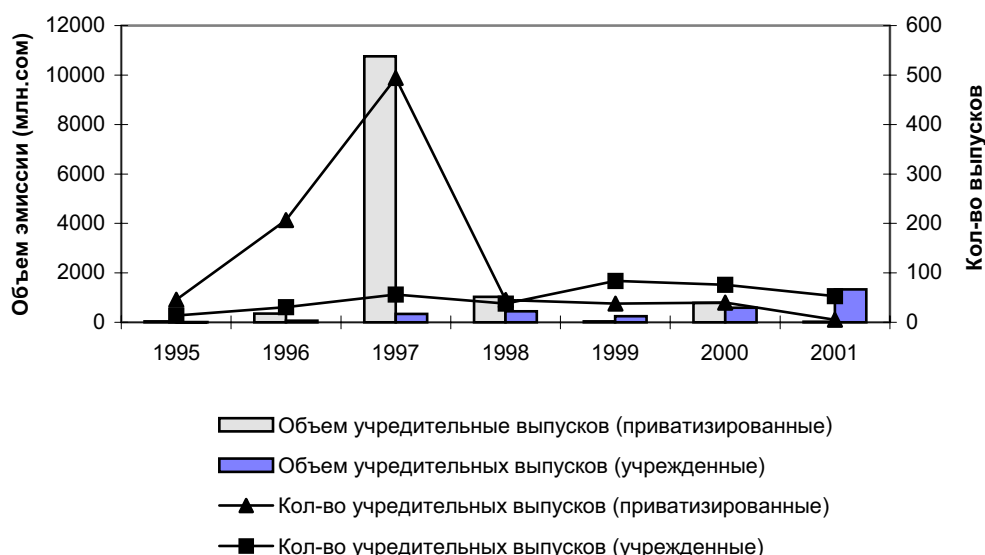
АО, преобразованные из государственных предприятий, осуществили 1 302 выпусков акций на сумму 15354 млн. сомов (75%), вновь учрежденные — 542 выпусков акций на сумму 5028 млн. сомов (25%).

Пик увеличения регистрации выпусков акций АО, преобразованных из государственных предприятий, приходится на 1997 г., когда в массовом порядке прошли регистрацию выпусков ценных бумаг АО, приватизированных в предыдущие годы, а также были зарегистрированы выпуски акций крупнейших предприятий.

Выпуски ценных бумаг вновь созданных акционерных обществ постепенно увеличиваются.

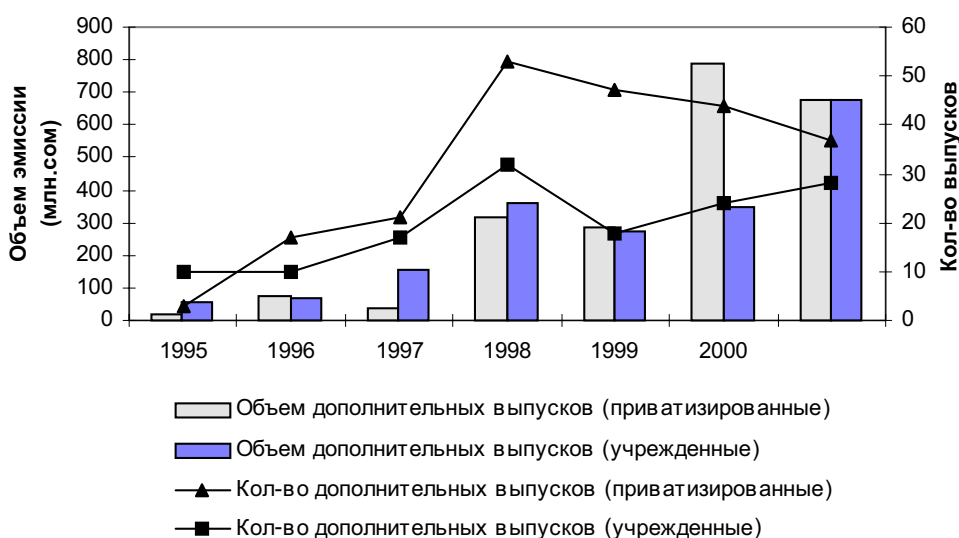
Из рисунка 11 видно, что учредительные выпуски акций АО, преобразованных из государственных предприятий, в последние годы имеют тенденцию к снижению. Наоборот, наблюдается постоянный рост в целом учредительных выпусков акций вновь созданных АО. Это свидетельствует о том, что завершается процесс приватизации госпредприятий, а также об увеличении учреждений предприятий в форме АО.

*Рис.11* Динамика объема и количества учредительных выпусков акций



По дополнительным выпускам акций (рис. 12) в также наблюдается рост объема и количества. Хотя объем дополнительных выпусков акций вновь созданных с 1998 по 2001 г. находится приблизительно на одном уровне.

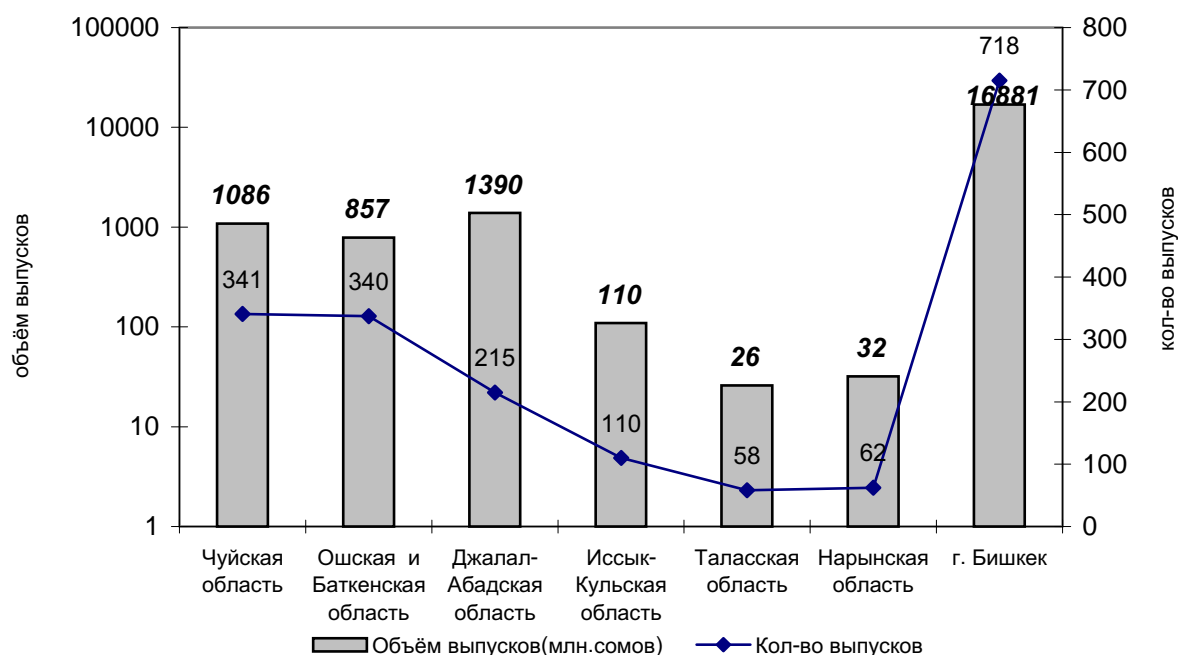
*Рис.12* Динамика объема и количества дополнительных выпусков акций



В территориальном разрезе (рис. 13) наибольшее количество выпусков акций было осуществлено АО города Бишкек — 718 выпусков на сумму 16881 млн. сомов, или 83% от общего объема эмиссии. В Чуйской, Джалал-Абадской и Ошской областях — 341

выпусков на сумму 1086 млн. сомов (5%), 215 выпусков на сумму 1391 млн. сомов (6,8%) и 340 выпусков на сумму 857 млн. сомов (4%) соответственно. Это связано с тем, что в этих регионах республики сосредоточено основное количество промышленных предприятий республики, эмиссии акций которых составляют преобладающую долю в общем объеме эмиссии.

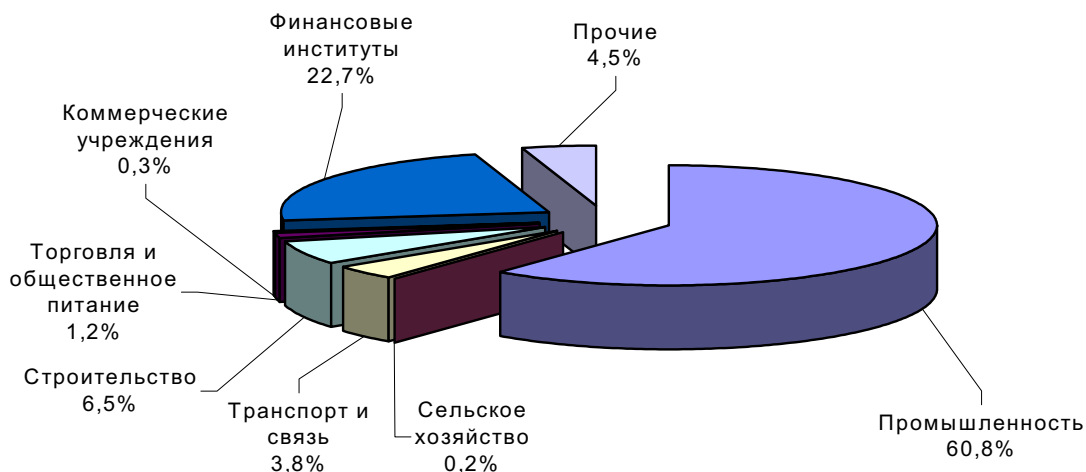
**Рис.13. Структура общего объема эмиссии и количества выпусков акций АО Кыргызской Республики по регионам.**



### Иностранные инвестиции в корпоративные ценные бумаги

По состоянию на 1 января 2002 года общий объем иностранных инвестиций в корпоративные ценные бумаги эмитентов Кыргызской Республики составил 3 110 млн. сомов, в том числе из стран СНГ — 83 млн. сомов, из стран дальнего зарубежья — 3 027 млн. сомов.

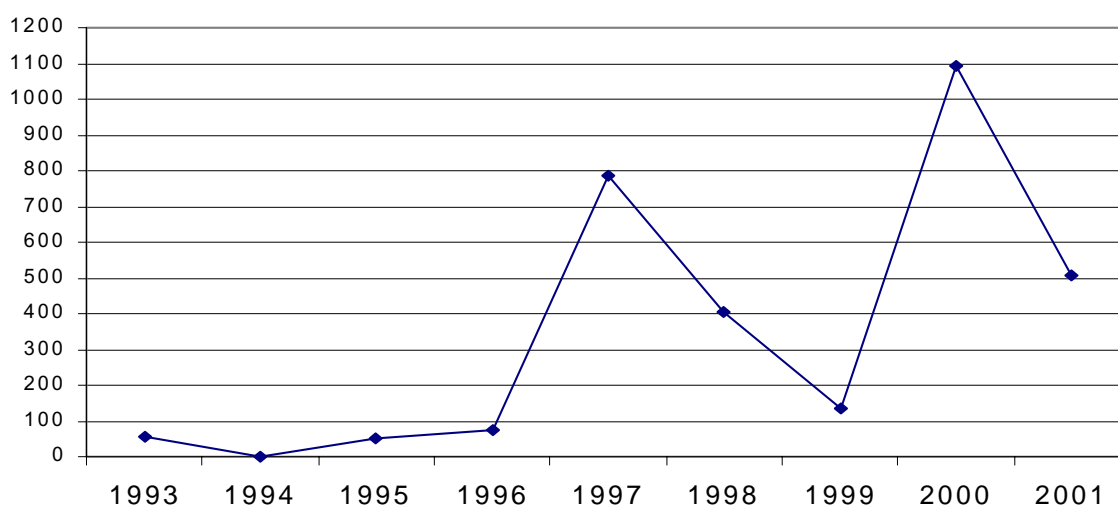
**Рис.14. Иностранные инвестиции в акции АО -**



## Кыргызской Республики по отраслям экономики

Основная доля иностранных инвестиций приходится на промышленность — 60,8% от всего объема иностранных инвестиций в ценные бумаги АО республики. Инвестиции в финансовые институты составили 22,7%, в строительство — 6,5%, в предприятия транспорта и связи — 3,8%.

*Рис.15* Динамика объема иностранных инвестиций в акции АО Кыргызской Республики за 1993 – 2001 гг.



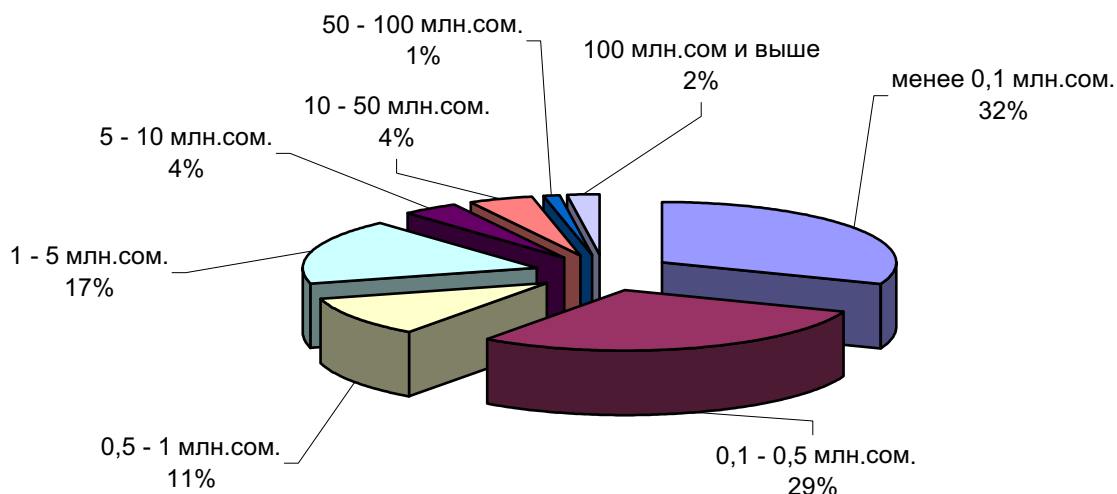
Объем иностранных инвестиций в акции АО Кыргызской Республики, начиная с 1992 года, увеличивался. Большой объем иностранных инвестиций в 1997 году, чем в 1998 и 1999 годах объясняется приватизацией крупнейших предприятий республики, в акции которых были осуществлены инвестиции в основном портфельными инвесторами.

В 2001 году объем иностранных инвестиций составил 507,7 млн.сомов. Основную долю в объеме иностранных инвестиций за 2001 год составляют инвестиции в акции Кыргызского инвестиционно-кредитного банка — 338,8 млн.сомов.

Приведенная выше статистика свидетельствует о том, что наиболее привлекательными сферами вложения капитала для иностранных инвесторов являются промышленность республики, строительство, финансовые институты, транспорт и связь. Менее привлекательными для иностранных инвесторов являются сельское хозяйство и коммерческая деятельность.

Наиболее крупные прямые инвестиции были осуществлены в ценные бумаги следующих акционерных обществ: «Кыргызский инвестиционно-кредитный банк» — 338,8 млн. сомов, АОЗТ «Кока-Кола Бишкек - Ботлерс» -152 млн. сом, АОЗТ «Италкир»-189 млн. сом, «Реестма-Кыргызстан» - 921 млн. сом, АО «Импаш-Манас» - 128 млн. сом, АКБ «Банк Азии» - 85 млн. сом.

**Рис.16 Структура АО по размеру уставного капитала на 01.01.2002**

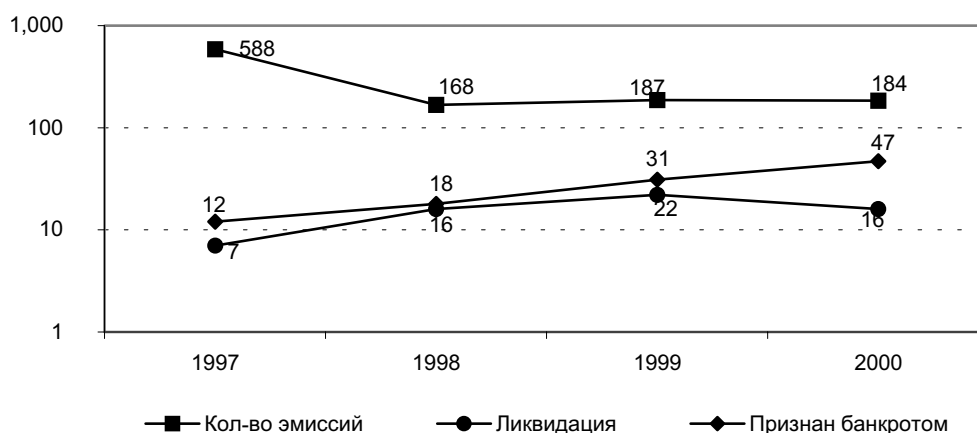


Из рис. 16 видно, что преобладающее количество АО, с размером уставного капитала менее 0,1 млн. сомов составляют более 32 процентов общего количества АО. Однако следует отметить, что суммарный объем эмиссии акций акционерных обществ с уставным капиталом 100 млн. сомов и более составляет 78 процентов общего объема эмиссии акций АО Кыргызской Республики.

### Динамика банкротства акционерных обществ в Кыргызской Республике

Количество акционерных обществ, признанных (объявленных) банкротом, за 1997 по 2000 годы составило — 108, а количество ликвидированных АО составило — 61<sup>57</sup>.

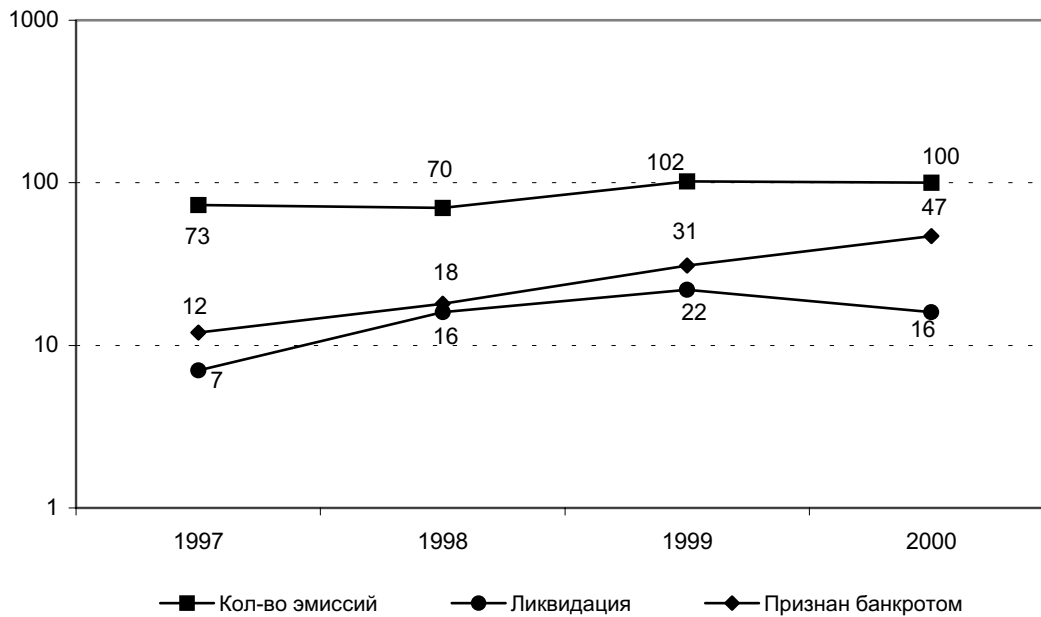
**Рис.17 Динамика количества выпусков акций, признания банкротом и ликвидации акционерных обществ**



<sup>57</sup> Данные о ликвидированных АО взяты из представленных материалов Министерства юстиции, а данные о признании банкротом АО – из представленных материалов Высшего арбитражного суда.

Учредительные выпуски акций (выпуски акций при создании АО) с 1997 по 2000 г. осуществили 345 акционерных обществ.

**Рис.18** Динамика количества учредительных выпусков акций, признания банкротом и ликвидации акционерных обществ



Из рис. 18 видно, что наблюдается небольшой рост количества учредительных выпусков акций за 1997—2000 гг.

Постепенно возрастает количество ликвидированных АО. Однако в 2000 году количество ликвидированных АО меньше, чем в 1999 и 1998 годах.

Также наблюдается рост АО, признанных банкротом. Темп роста количества АО, признанных банкротом составляет более 60%. Количество учредительных выпусков в 2000 году составило 100, а количество АО, признанных банкротом — 47, т.е. 47% от количества создаваемых АО.

**Таблица 3. Динамика признания акционерных обществ Кыргызской Республики банкротом<sup>58</sup>**

	1997	1998	1999	2000 г.
Признано банкротом	12	18	31	47
Ликвидация	8	9	13	27
Реструктуризация		5	3	2
Реабилитация			1	

Часть созданных в период массовой приватизации АО не смогли адаптироваться к новым условиям. Принятый в конце 1997 года Закон КР «О банкротстве (несостоятельности)» способствовал решению проблем, связанных с неспособностью АО погасить долги через объявление должников банкротом.

Как видно из таб.3 были признаны банкротом 108 АО, из них к 57 АО была применена процедура специального администрирования путем ликвидации, а к 10 АО — путем реструктуризации. К одному

<sup>58</sup> По данным Высшего Арбитражного суда.

АО была применена процедура реабилитации. По остальным АО были прекращены производства по делу.

### Г л а в а III. СОСТОЯНИЕ РАЗВИТИЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ

#### 3.1. Оценка развития профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг<sup>59</sup>.

Важной задачей в процессе развития отечественного рынка ценных бумаг является развитие системы функционирования профессиональных участников рынка ценных бумаг. Создание и функционирование в стране устойчивой системы профессиональных участников рынка ценных бумаг содействует развитию условий для эффективного и надежного использования сбережений населения, привлечению инвестиционного капитала, обеспечению защиты прав инвесторов и повышению инвестиционной политики Кыргызстана.

На сегодняшний день 69 юридических лиц имеют лицензии на право осуществления профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг по следующим видам деятельности:

- брокерская деятельность - 23
- дилерская деятельность - 20
- инвестиционный консультант - 18
- доверительное управление ценными бумагами - 18
- депозитарная деятельность - 2
- инвестиционный фонд - 8
- ведение реестра владельцев ценных бумаг - 15
- организаторы торговли - 2
- управление инвестиционными фондами - 9

Государственным органом управления, который проводит единую государственную политику на рынке ценных бумаг и осуществляет контроль и регулирование деятельности эмитентов ценных бумаг, профессиональных участников рынка ценных бумаг и выступает в роли защитника прав инвесторов и акционеров является Государственная комиссия при Правительстве Кыргызской Республики по рынку ценных бумаг (далее — ГКРЦБ).

В соответствии с законодательством Кыргызской Республики ГКРЦБ 27 августа 1997 было утверждено постановление «Об утверждении Положения о нормативных показателях достаточности собственных средств, устанавливаемых для профессиональных участников рынка ценных бумаг». В соответствии с требованиями времени, а также по мере развития рынка ценных бумаг Государственная комиссия модернизирует свои требования к субъектам рынка ценных бумаг. Так, с 1997 года в вышеуказанное положение 4 раза вносились изменения: постановление от 3 февраля 1998 года №1, постановление от 2 июня 1999 года №22, постановление от 1 сентября 2000 года №70 и постановление от 2 июля 2001 года №28.

Соблюдение нормативов достаточности необходимо для обеспечения базы для прибыльного и устойчивого роста, ограничения риска по операциям с ценными бумагами, своевременного покрытия убытков и потенциальных потерь, связанных с деятельностью профессиональных участников, повышения доверия к профессиональным участникам рынка ценных бумаг со стороны инвесторов.

При оценке реальной достаточности собственных средств, кроме нормативных показателей учитываются такие другие показатели, к которым относятся также, как качество управления, соблюдение законодательства по ценным бумагам, ликвидность, общие экономические условия.

В соответствии с последними изменениями, внесенными в Положение о нормативных показателях достаточности собственных средств, устанавливаемых для профессиональных участников рынка ценных бумаг минимальный размер собственного капитала профессионального участника должен быть не менее следующей величины:

— депозитарная деятельность — минимальных месячных 15000 заработных плат,

---

<sup>59</sup> По данным ГКРЦБ.

- установленных законодательством Кыргызской Республики (далее ММЗП);
- клиринговая деятельность — 15000 ММЗП;
- деятельность по организации торговли на рынке ценных бумаг:
  - до 1 января 2001 года — 150000 ММЗП;
  - до 1 января 2002 года — 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.

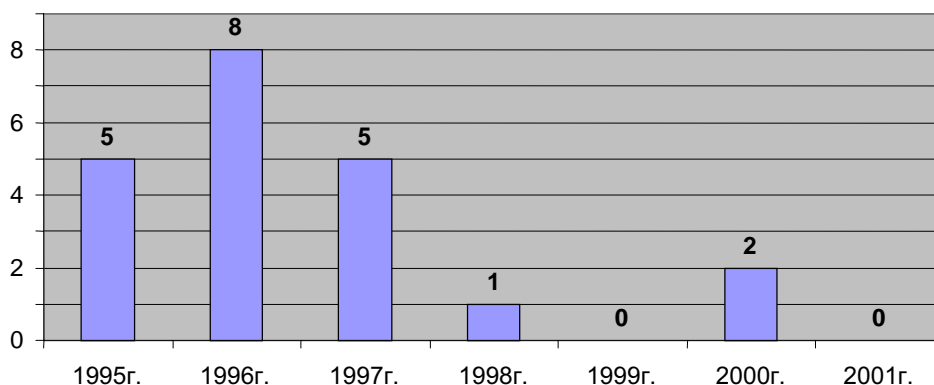
Государственной комиссией также устанавливается требование к величине коэффициента текущей ликвидности, который не должен быть менее 0,5. Коэффициент текущей ликвидности устанавливается в целях оценки и обеспечения наличия ликвидных активов у профессиональных участников, а величина совокупных обязательств определена на уровне, не превышающем пятикратного размера собственного капитала.

### Специализированные регистраторы

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. 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.

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.

**Рис.19 Динамика выдачи лицензий на осуществление регистраторской деятельности по годам.**



В последние годы количество юридических лиц, подающих заявление на получение лицензии на осуществление регистраторской деятельности имеет тенденцию к снижению,

что обусловлено появлением высоко технически организованной структуры как ЗАО «Центральный депозитарий». В соответствии с законом Кыргызской Республики «О рынке ценных бумаг» в случае, если число акционеров превышает акционерные общества, число акционеров превышает 50, а также в случае дополнительной эмиссии или размещения своих ценных бумаг на фондовой бирже держателем реестра должен быть независимый от эмитента регистратор. Следует отметить, если акционерным обществом не был заключен контракт с независимым регистратором, то при проведении общего собрания акционеров акционерное общество обязано заключать с ним разовый контракт. На сегодняшний день на рынке ценных бумаг республики активно действуют 16 специализированных регистраторов. В региональном разрезе картина выглядит следующим образом: в г. Бишкек — 10 компаний, Чуйской области — 1, Ошской области — 3, Джалал-Абадской области — 4, Иссык-Кульской области — 1, и в Талаской области — 1 компаний осуществляют деятельность по ведению и хранению реестра владельцев ценных бумаг, в том числе филиалы и представительства.

### **Депозитарная деятельность**

Депозитарной деятельностью признается оказание услуг по хранению ценных бумаг и учету перехода прав на ценные бумаги. В соответствии с законодательством Кыргызской Республики депозитарной деятельностью имеют право заниматься только юридические лица. Основными функциями депозитария являются регистрация 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.

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, перевод этих средств владельцам ценных бумаг;
- регистрация сделок с ценными бумагами;
- участие в организации выпуска, учета и размещения государственных ценных бумаг;
- оказание услуг по хранению и учету ценных бумаг эмитентам, обращающиеся в виде депозитарных расписок, эмитируемых Центральным депозитарием, на зарубежных финансовых рынках;
- ведение реестра государственных ценных бумаг и ценных бумаг, эмитируемых Национальным банком Кыргызской Республики, а также обслуживание депо-счетов собственников этих ценных бумаг;
- 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 РЦБ Кыргызской Республики, представляемых на согласование и утверждение в уполномоченный государственный орган по рынку ценных бумаг;
- оказание консультационных услуг по вопросам выпуска и обращения 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, как в части объемов операций, так и в количестве совершаемых сделок.

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.

Таким образом, к концу 1997 года на фондовом рынке республики сложились как объективные, так и субъективные условия для создания централизованной учетной организации с депозитарными и клиринговыми функциями.

С учетом этих факторов, 10 октября 1997 года по инициативе ГКРЦБ и при активном содействии профессиональных участников фондового рынка было создано Закрытое акционерное общество «Центральный депозитарий». Учредителями Центрального депозитария выступили 15 профессиональных участников рынка ценных бумаг Кыргызской Республики — брокерские компании и инвестиционные фонды, коммерческие банки, Ассоциация независимых регистраторов, а с мая 2000 года в состав учредителей вошла Кыргызская фондовая биржа.

В становлении Центрального депозитария оказало определенное содействие Американское Агентство по международному развитию (ЮСАИД), передавшее на безвозмездной основе в собственность депозитария информационно-техническое оборудование и принявшее участие в разработке для него программного продукта.

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.

На сегодняшний день акционерами Центрального депозитария являются 22 юридических лица, профессиональных участников рынка ценных бумаг, имеющих лицензию Государственной Комиссии при Правительстве Кыргызской Республики по рынку 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.

Количество эмитентов, пользующихся услугами Центрального депозитария к 1 октября 2001 года достигло более 480, а объем пакетов их акций, находящихся на хранении составил 1600 млн. 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.

Основными задачами Центрального депозитария на ближайшую перспективу является практическая реализация инструкций о депозитарном обслуживании размещения новой эмиссии ценных бумаг, об обслуживании операций с государственными казначейскими векселями, а также мероприятий по модернизации программного обеспечения, обеспечивающего безопасность информационных потоков, как от несанкционированного доступа, так и от возможной порчи и потере документов.

## Организаторы торговли на рынке ценных бумаг

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 тех или иных эмитентов.

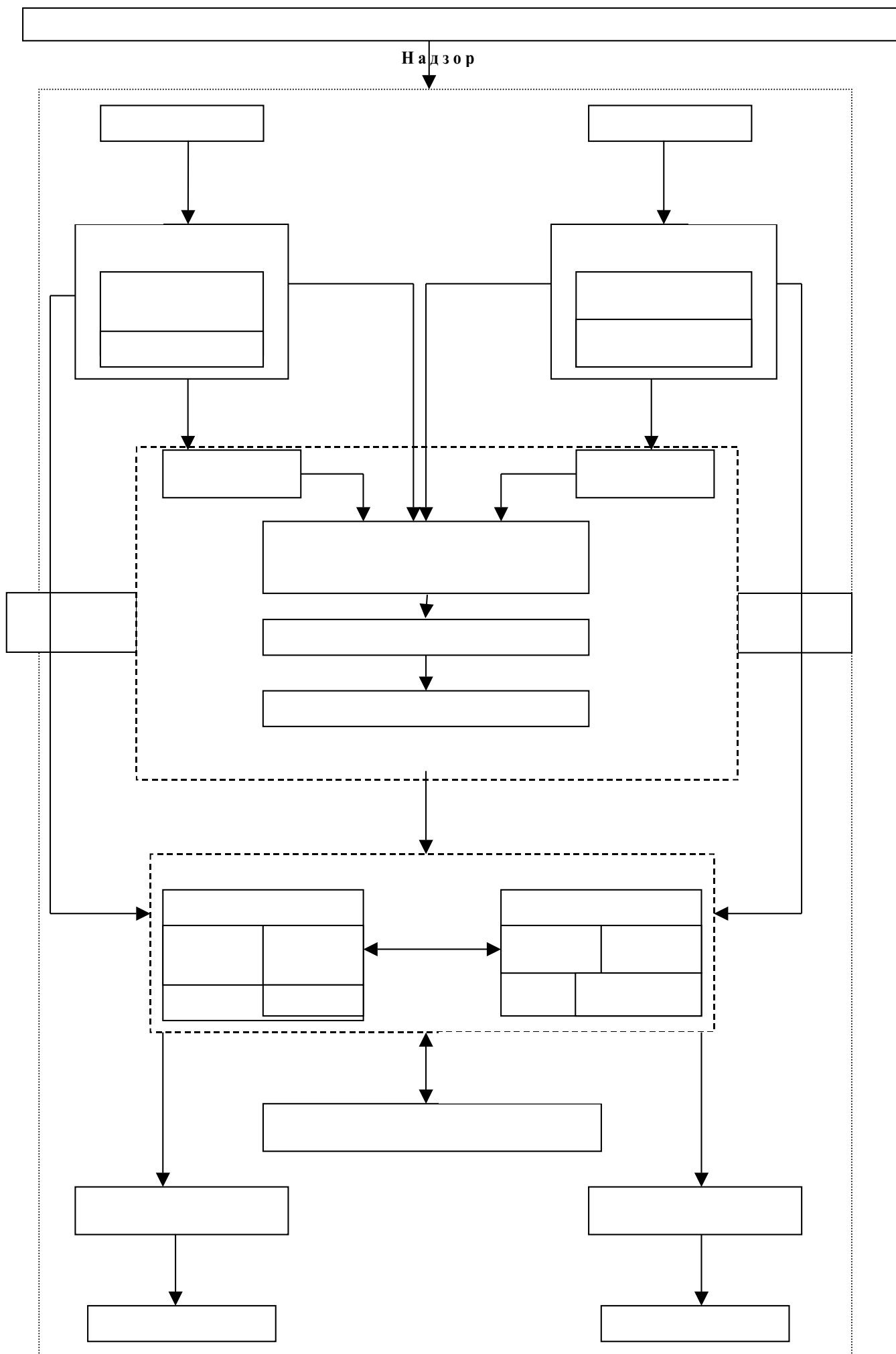
Устойчивый рынок ценных бумаг имеет две принципиальные выгоды, это ведет к появлению легко реализуемых, ликвидных инвестиций и способствует кредитованию под обеспечение.

При наличии устойчивого фондового рынка инвесторы могут быстро разместить и изъять средства. Отдельному человеку-инвестору, имеющему капитал для инвестирования или капитал в виде ценных бумаг может понадобиться изъять его с целью личного или коммерческого использования, и в данном случае устойчивый фондовый рынок выполняет свою позитивную роль, придавая ценной бумаге высокую ликвидность. При прочих равных условиях зарегистрированные на фондовой бирже акции являются обычно лучшей гарантией при ссудах, обеспеченных ценными бумагами, по сравнению с незарегистрированными акциями. Они имеют более высокую стоимость обеспечения по ссуде, что сулит выгоды заемщику; кредитор также извлекает выгоды из ссуды, обеспеченной ликвидными ценными бумагами, которые можно быстро продать, если ссуде будет что-то угрожать.

Необходимо отметить, что главными функциями биржи являются предоставление точных и постоянных отчетов о продажах и котировках ценных бумаг, публикация информации о зарегистрированных компаниях и их финансовом положении, а также установление правил торговли ценными бумагами с целью устранения незаконной и нечестной деятельности в брокерском бизнесе.

Создание фондовой биржи явилось закономерным результатом перехода Кыргызстана к рыночной экономике. Приватизация и акционирование предприятий и объектов вызвали необходимость создания организованного рынка ценных бумаг, на котором осуществлялась бы торговля ценными бумагами в рамках утвержденного правового поля.

Рис. 20. Схема рыночного обращения ценных бумаг через фондовую биржу



В настоящее время на территории республики официально зарегистрированы две фондовые биржи: ЗАО «Кыргызская фондовая биржа» и ЗАО «Биржевая торговая система» (далее — БТС).

БТС учреждена 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. Необходимо отметить, что количество сделок и их объем на торговой площадке БТС пока относительно не велики, ввиду ее организационного становления.

Основной структурой, осуществляющей биржевую деятельность, в настоящее время является ЗАО «КФБ». До мая 2000 года Кыргызская фондовая биржа являлась частной некоммерческой организацией, главной функцией которой являлось обеспечение справедливого и прозрачного механизма при осуществлении торговли ценными бумагами, а затем она была преобразована в закрытое акционерное общество «Кыргызская фондовая биржа», далее ЗАО «КФБ», приоритетом работы которой стала защита прав и интересов инвесторов.

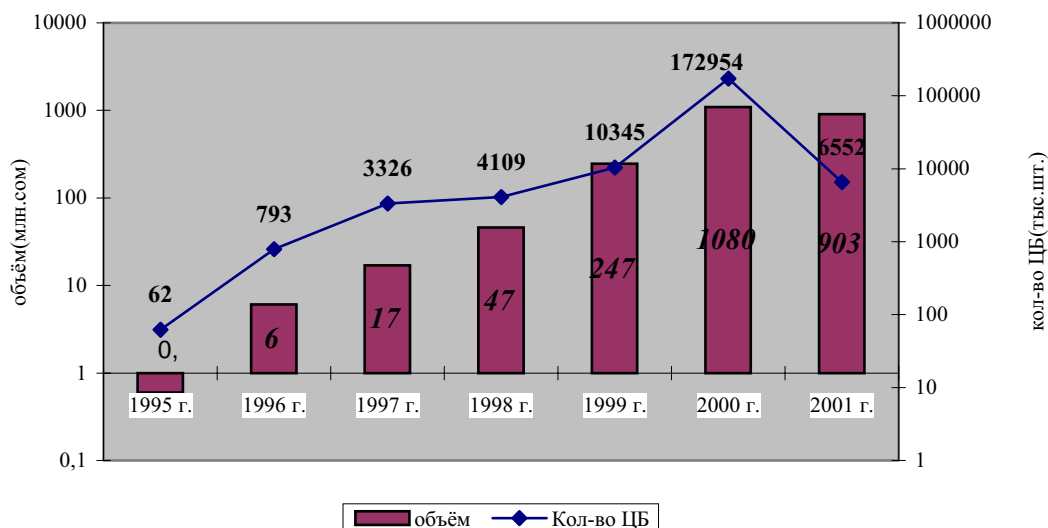
На 1 января 2002 года акционерами Кыргызской фондовой биржи являются 16 лицензированных профессиональных участников и Стамбульская фондовая биржа (Турция), Казахстанская фондовая биржа.

Совершенствованию работы ЗАО «КФБ» способствовали консультационные услуги и техническая помощь, оказанная Агентством по международному развитию США (ЮСАИД). Совместно с ЮСАИД были разработаны критерии и процедуры листинга, типовые документы и нормативные акты, регулирующие взаимоотношения между ЗАО «КФБ» и эмитентами ценных бумаг.

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.

С момента открытия Кыргызской фондовой биржи на ней прошли процедуру листинга 61 компаний, наиболее активно по критерию количества сделок осуществляются торги по акциям 5 компаний, включенным в листинг.

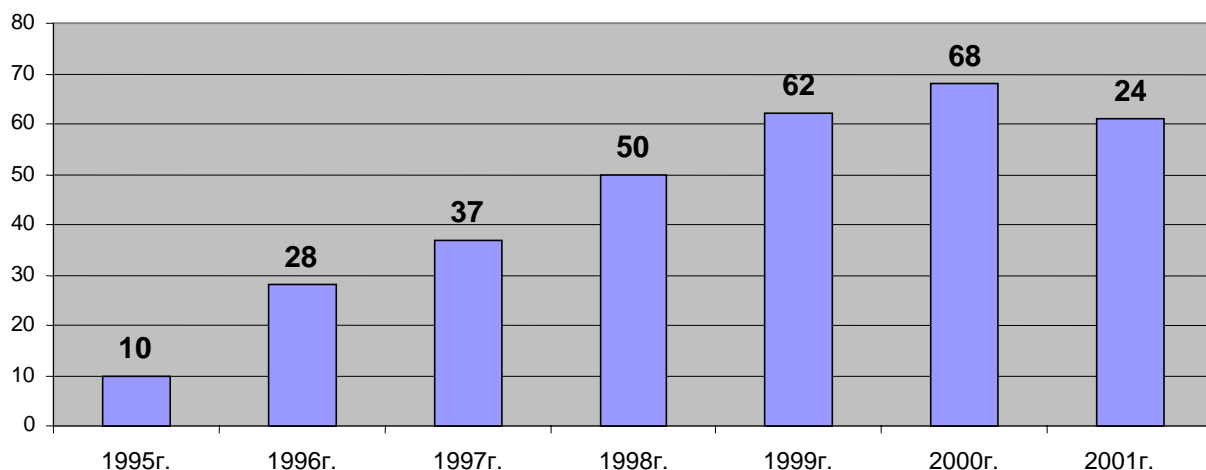
Рис.21 Динамика объёма и количества сделок по годам.



Динамика объемов торгов свидетельствует об их ежегодном росте. Если в 1995 году объем торгов составил всего 0,6 млн. сомов, то в 2001 году он составил 902,5 млн. сомов.

В целях более полного раскрытия информации для инвесторов на КФБ с 1995 года начала осуществляться процедура листинга компаний, динамика которого отражена в диаграмме.

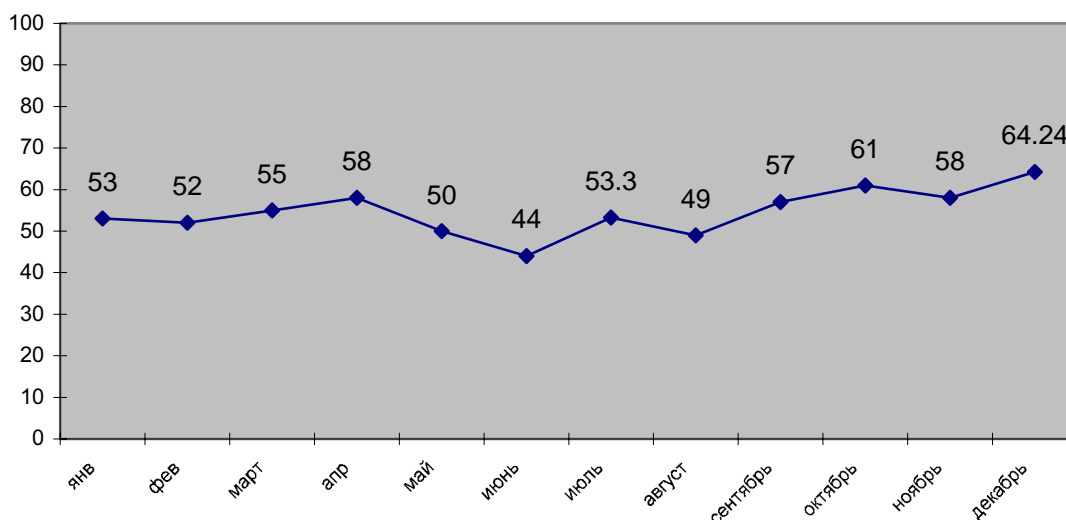
**Рис.22 Динамика изменения количества компаний, прошедших процедуру листинга на Кыргызской фондовой бирже**



С момента основания КФБ, на протяжении шести лет, число листинговых компаний варьировалось от 10 до 68, имея тенденцию к постоянному росту. Однако, с течением времени в нормативную базу, регулирующую процедуру листинга, были внесены изменения, которые ужесточили требования к листинговым компаниям, что резко сократило общее количество листинговых компаний но позволило выявить наиболее перспективных эмитентов ценных бумаг. В итоге общее число листинговых компаний изменилось с 68 в начале 2001 года на 24 в конце 2001 года.

На 1 января 2002 года наибольшее количество АО, прошедших листинг, приходится на отрасли промышленности – 12 компаний, что составляет 50%, финансово кредитные учреждения – 10(2%).

**Рис.23 Динамика индекса КФБ за 2001 год по месяцам.**



С 1996 года на КФБ начали рассчитываться посредством взвешивания текущей стоимости акций 10 крупнейших компаний индекс, характеризующий текущую ситуацию на рынках ценных бумаг Кыргызстана. Методика его расчета соответствует международным стандартам и является аналогом Standart & Poops 500.

В целях дальнейшего развития организованного рынка ценных бумаг, обеспечения прозрачности по сделкам с ценными бумагами Указом Президента Кыргызской Республики «О мерах по дальнейшему развитию организованного рынка ценных бумаг» от 10 мая 1999 года была отменена внебиржевая торговля. Следует отметить, что государственные долговые бумаги не имеют широкого обращения на организованных торговых площадках республики, хотя теоретическая возможность имеется. Если рассмотреть историю формирования развивающихся рынков капитала, то характерным является проведение целенаправленных шагов со стороны правительств соответствующих по сосредоточению государственных долговых бумаг на биржевых торгах. Преследуются две цели: повысить доступ и расширить возможности продажи таких финансовых инструментов среди потенциальных инвесторов, целевая поддержка и стимулирование развития инфраструктуры рынка капиталов.

Данная мера являлась существенным импульсом в вопросе развития известных фондовых бирж. Как отмечалось выше, на Нью – Йоркской фондовой бирже в начале позапрошлого столетия, на Варшавской фондовой бирже в начале прошлого века, в Казахстане и Турции были приняты аналогичные меры.

Поэтому считаем, что Правительство Кыргызской Республики также должно принять однозначные меры по развитию обращения подобных инструментов на биржевых площадках республики.

Попытки со стороны государства делались, в октябре 1999 года были утверждены мероприятия по концентрации рынков корпоративных, государственных долговых ценных бумаг и иностранной валюты на Кыргызской фондовой бирже, а также по реализации в ней государственной доли акций акционерных обществ. Отдельные пункты постановления были реализованы, однако обращение государственных долговых ценных бумаг на фондовой площадке не происходит.

### **Брокерская и дилерская деятельность**

Брокерской деятельностью является деятельность, связанная с совершением сделок с ценными бумагами в качестве поверенного 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.

Брокеры и дилеры являются основным операционным звеном на фондовой бирже. Как правило, брокерская/дилерская контора может быть создана только при наличии места полного члена биржи, которая может быть куплена у администрации биржи.

На рынке ценных бумаг Кыргызской Республики на сегодняшний день осуществляют деятельность 23 брокерских/дилерских компаний, из них имеют место участника торговли на торговой площадке ЗАО «КФБ» 16 компаний, и на торговой площадке ЗАО «БТС» 2 компании. В региональном разрезе брокерские/дилерские компании расположились следующим образом: г. Бишкек — 20 компаний, Чуйская область — 1 компании, Ошская область — 2 компании, Джалал-Абадская область — 1. Из приведенной статистики видно, что основная масса брокерских/дилерских компаний расположена в столице страны.

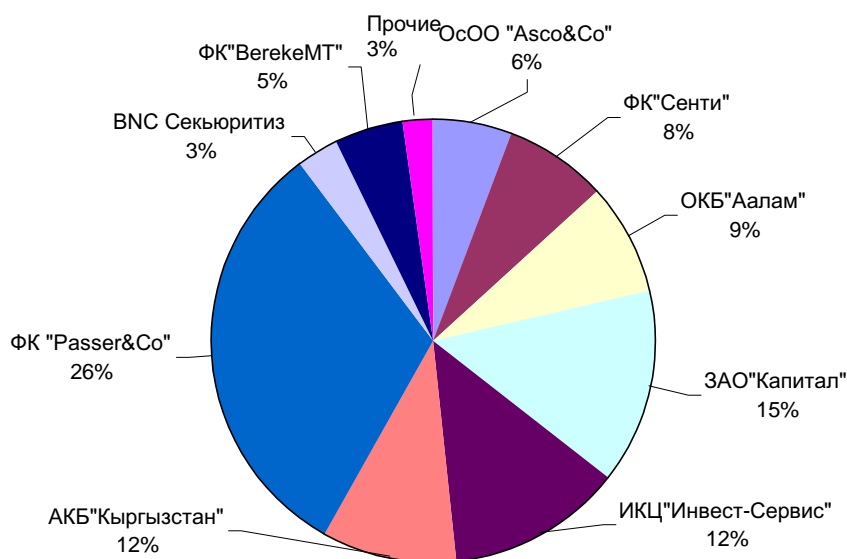
В соответствии с Положением о нормативных показателях достаточности собственных средств, устанавливаемых для профессиональных участников рынка ценных бумаг, утвержденным Постановлением Государственной комиссии при Правительстве Кыргызской Республики по рынку ценных бумаг от 2 июля 2001 года определены требования к некоторым финансовым показателям брокерских/дилерских компаний. Минимальный размер собственного капитала для дилерской компании должен составлять

не менее 7500 минимальных месячных заработных плат (ММЗП), а для брокерских компаний – не менее 5000 ММЗП. Нормативный коэффициент текущей ликвидности для брокерских/дилерских компаний установлен на уровне 0,5, который был установлен в целях оценки и обеспечения наличия ликвидных активов у профессиональных участников. Финансовые показатели данных профессиональных участников рынка ценных бумаг соответствуют установленным требованиям. Совокупный собственный капитал компаний составляет приблизительно 500 млн.сомов.

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. В 1993—1994 годах на осуществление брокерской и дилерской деятельности ГКРЦБ было выдано юридическим лицам 4 лицензии, с 1995 по 1997 годы — 19, в 1998—1999 годах — 17, в 2000 году по 1 января 2002 года — 9.

Показателями, определяющими активность на фондовом рынке брокерских-дилерских компаний являются показатели количества и объема совершенных сделок. Ниже приведена диаграмма, которая показывает, какую долю рынка занимает та или иная компания. Рис. 24.

**Рис.24. Доля участия брокерских компаний, осуществляющих операции по ценным бумагам на КФБ за 2001 год**



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. Во всех странах мотивация осуществления инвестиций, прежде всего долгосрочных, порождается существующей системой базовых ценностей. Еще в середине XVIII в. их сформулировал английский философ Дэвид Юм в виде трех основных «естественных» законов: стабильность собственности; передача последней посредством согласия (т.е. договора); исполнение обещаний. Когда-то эти законы соблюдались и в Кыргызстане. Ни у кого не возникало мысли о том, что вложенные деньги могут пропасть, ведь государство было олицетворением абсолютной надежности.

Главной базовой ценностью на рынке всегда было и всегда 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 использования инструментов фондового рынка. В результате фондовый рынок оказывается слабо связан с реальным сектором экономики и неудовлетворительно выполняет свою важную функцию — обеспечение перераспределения капитала. Инвестиционный процесс тормозится в своей 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 относительно 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, а после приватизации число владельцев акций составляет около 300 тыс.

Следует отметить, что данный вопрос представляется «болезнью роста» еще совсем молодого организма, каким является фондовый рынок республики.

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.

К сожалению, мы вынуждены признать, что все больше проигрываем развитым странам в уровне развития фондового рынка. Мы уступаем не только странам, имеющим столетнюю рыночную историю, но и подчас стартовавшим одновременно с нами.

Задача развития фондового рынка Кыргызстана, обеспечения его взаимосвязи с реальным сектором экономики стоит сейчас исключительно остро. Мы должны понять, что фондовый рынок является жизненно важной отраслью экономики и к его развитию нельзя относиться по остаточному принципу.

Существенный сдвиг должен произойти в психологии всех участников рынка. Мы раз и навсегда должны отказаться от господствующей ныне пассивной позиции: вот кто-то придет и все сделает за нас. Только перейдя к политике созидания, объединив усилия участников рынка и государства, удастся достигнуть устойчивого роста экономики и фондового рынка. Будет весьма затруднительным достичь прогресса экономики, особенно финансового рынка без развития фондового рынка, являющегося реально действующим механизмом привлечения средств отечественных и зарубежных инвесторов в экономику Кыргызстана.

### **3.2. Состояние развития институтов коллективного инвестирования в структуре экономики Кыргызской Республики**

Важной частью рынка ценных бумаг является развитый сектор институтов коллективного инвестирования, который в полной мере может сыграть позитивную роль для аккумулирования финансовых средств, являющихся свободными на финансовом рынке и которые необходимо направить для подъема экономической активности. За рубежом такие институты известны как портфельные инвесторы — это инвестиционные фонды, негосударственные пенсионные фонды, страховые организации и другие небанковские финансовые учреждения.

Следует рассмотреть степень развития подобных организаций в Кыргызской Республике с целью дать оценку перспективам их развития.

#### **Инвестиционные фонды на рынке ценных бумаг Кыргызской Республики**

Одним из приоритетных направлений развития отечественного рынка ценных бумаг является развитие инвестиционных фондов. Создание и функционирование в стране финансово крепких инвестиционных фондов будет содействовать развитию условий для эффективного и надежного использования сбережений населения, возникновению новых

форм инвестирования, обеспечению защиты прав инвесторов и повышению инвестиционной политики Кыргызстана. Кроме того, развитие инвестиционных фондов направлено на привлечение инвестиций на предприятия республики, создание условий для стимулирования накоплений с последующим их инвестированием.

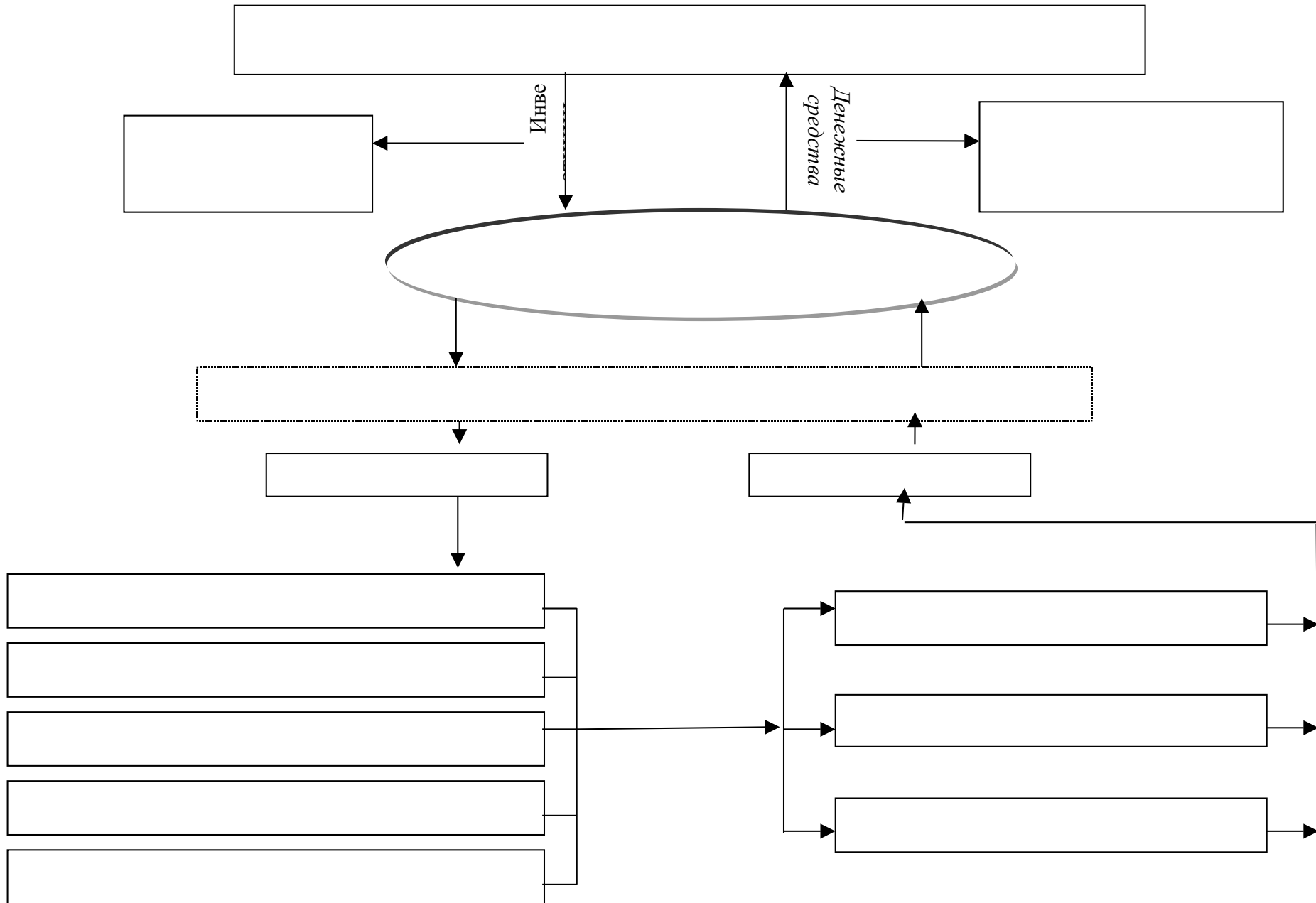
В соответствии с законодательством Кыргызской Республики инвестиционными фондами являются формы коллективного инвестирования, создаваемые для привлечения денежных средств посредством выпуска и открытого размещения своих ценных бумаг и последующего диверсифицированного инвестирования привлеченных средств в инвестиционные активы. В Кыргызской Республике законодательством предусматривается, что в качестве инвестиционных фондов могут действовать акционерные и паевые инвестиционные фонды.

Первоначально инвестиционные фонды создавались, как специализированные инвестиционные фонды и были призваны сыграть значительную роль в привлечении средств населения республики и обеспечить их участие в процессе массовой приватизации государственной и коммунальной собственности. Инвестиционные фонды в основном занимались сбором приватизационных купонов населения для последующего их вложения, приобретения акций предприятий.

Специализированные инвестиционные фонды функционировали на основании лицензии Фонда государственного имущества Кыргызской Республики на право ведения инвестиционной деятельности по аккумулированию и использованию специальных платежных средств в процессе приватизации государственного и коммунального имущества. К началу 1995 года существовало 23 инвестиционных фонда и их количество продолжало расти. 13 инвестфондов из числа зарегистрированных имели лицензию Государственного агентства по надзору за операциями с ценными бумагами при Правительстве Кыргызской Республики в соответствии с Положением «Об инвестиционных фондах», утвержденным Постановлением Правительства Кыргызской Республики от 22 февраля 1995 года № 55. Инвестфонды создавались в основном в тех областях, где работали пилотные аукционные центры и соответственно более активно участвовали в процессе массовой приватизации. Аккумулированные купоны населения вкладывались СИФами в акции предприятий, выставленных государством на купонных аукционах, что отрицательно сказалось на качестве инвестиционного портфеля инвестфондов – невозможно было предугадать прибыльность выставленных на аукцион предприятий. Многие СИФы стали испытывать на тот момент тяжелое финансовое положение, для дальнейшего их развития стояла задача эффективно управлять накопленными активами. Однако это оказалось не всем по силам, из 27 существовавших в 1993-1995 годах, к концу 1998 года осталось 15 фондов. Это связано также и с тем, что население не смогло почувствовать особой привлекательности инвестфондов. Причин такого положения несколько: кризисная экономическая ситуация в стране, инфляция, опережающая доходы, недоверие, вызванное крахом финансовых пирамид и банкротством акционерно-коммерческих банков.

В целях отстаивания своих интересов и содействия ускорению развития рынка ценных бумаг, в 1995 году инвестиционные фонды объединяются в Ассоциацию инвестфондов Кыргызской Республики «Семетей», которая включала в себя почти все существовавшие в то время инвестиционные фонды. В настоящее время ее членами являются 6 действующих инвестиционных фондов: «Ала-Тоо-инвест», «Береке-инвест», «Бишкекинвестфонд», «Кыргыз-инвест», «Ош-инвест», «Элес-инвест». Ассоциация инвестфондов от имени своих членов осуществляет разнообразную деятельность, которая включает совместную с Государственной комиссией при Правительстве Кыргызской Республики по рынку ценных бумаг (ГКРЦБ) работу по

Рис.25 Схема деятельности  
инвестиционного фонда



совершенствованию законодательной базы для участников рынка ценных бумаг. Большое внимание Ассоциацией уделяется образовательной работе. В 1999 и 2001 годах при финансовой поддержке Агентства Международного развития США (ЮСАИД) и партнерском участии Каунтерпарт Консорциум Кыргызстана Ассоциацией были выпущены 2 номера журнала «Инвестфонды Кыргызстана», в которых были представлены материалы, касающиеся работы инвестиционных фондов, представлены профессиональные участники рынка ценных бумаг, их задачи и взаимосвязь, перечень оказываемых ими услуг и многое другое.

Важным событием в развитии и совершенствовании деятельности инвестиционных фондов в республике стало принятие в июле 1999 года Закона Кыргызской Республики «Об инвестиционных фондах», работа над которым велась Национальной комиссией по рынку ценных бумаг при Президенте Кыргызской Республики (НКРЦБ) совместно с профессиональными участниками рынка ценных бумаг. Данный Закон определяет правовой статус инвестфондов, устанавливает особенности их учреждения и деятельности, а также определяет возможность создания новых инвестиционных институтов – паевых инвестиционных фондов. ГКРЦБ постоянно ведется работа по разработке и совершенствованию нормативных правовых актов, определяющих порядок создания и ликвидации инвестфондов, а также регулирующих деятельность инвестфондов и их управляющих компаний.

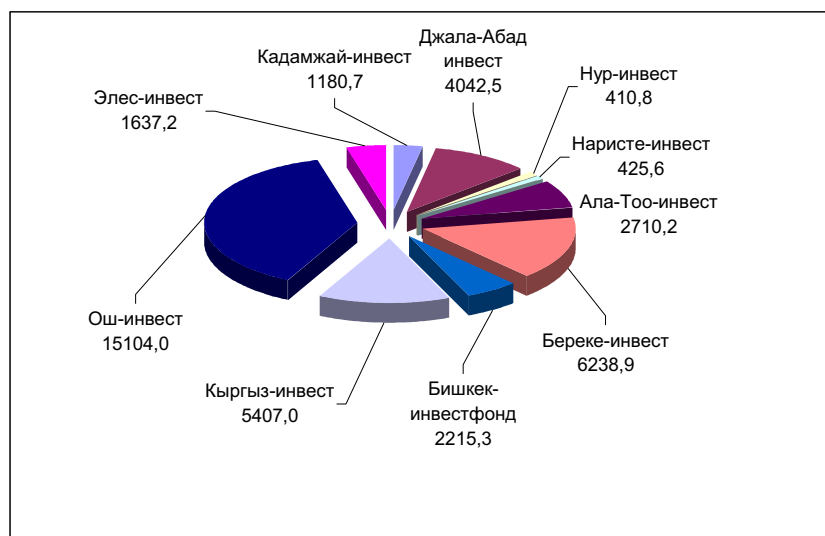
В настоящее время в республике насчитывается 15 акционерных инвестиционных фондов, акционерами которых являются свыше 100,0 тыс. человек. Однако не все из существующих инвестиционных фондов осуществляют свою деятельность, так как, успешно образовавшись в период массовой приватизации, многие из них не смогли продолжить полноценную работу. В настоящее время из 15 инвестиционных фондов — юридических лиц — только 8 инвестфондов продлили и имеют бессрочные лицензии, выдаваемые ГКРЦБ: «Ала-Тоо-инвест», «Береке-инвест», «Бишкекинвестфонд», «Кыргыз-инвест», «Ош-инвест», «Элес-инвест», «Кадамжай-инвест» и «Джалал-Абад-инвест». У остальных инвестиционных фондов – либо сроки действия лицензий истекли, либо лицензии были аннулированы на основании нарушений законодательства.

ГКРЦБ проводится работа по приведению деятельности инвестиционных фондов в соответствие с требованиями законодательства. Так, в июне 2001 года в связи с допущением неоднократных нарушений управляющей компанией «Кадамжай-инвест» ОсОО «Жаны кылым МО» решением ГКРЦБ было приостановлено действие лицензии управляющей компании и назначен временный управляющий. Также, в связи с отсутствием лицензированной управляющей компании и допущенными нарушениями, введено временное управление в инвестфонд «Наристе-инвест». Идет процесс ликвидации ИФ «Насыкат-инвест». Два инвестиционных фонда – «Чуйинвест» и «Иссык-Кульинвест» - отказались от статуса инвестиционных фондов, став АО «Чуйинвест» и АО «Улуу Тоо» соответственно.

С точки зрения соответствия требованиям законодательства проблемными остаются «Р&Со-инвест» (находится на стадии перерегистрации), «Нур-инвест» и «Жаштык-инвест».

В соответствии с представленными отчетами в ГКРЦБ на 01.10.2001 г. объем чистых активов инвестфондов составил 39,4 млн. сом, наибольший объем из которых составляют чистые активы 6 действующих инвестфондов – членов Ассоциации инвестиционных фондов Кыргызской Республики «Семетей».

**Рис.26. Стоимость чистых активов ИФ на 01.10.2001 г.  
(тыс. сом)**



По законодательству управление активами инвестиционных фондов осуществляется управляющей компанией, которая вправе управлять несколькими инвестиционными фондами при условии, что инвестиционные декларации соответствующих фондов имеют принципиальное различное содержание их инвестиционных целей. В 2000 году действовало 9 управляющих компаний, имеющих лицензии ГКРЦБ на управление ИФ. В конце 2000 года ГКРЦБ выдала еще одну лицензию на право ведения деятельности по управлению инвестиционными фондами, которую получила ЗАО ИФК «Капитал».

Таблица 4.

**Управляющие компании инвестиционных фондов**

№	Управляющая компания	Инвестиционный фонд
1	ОсОО ИКУК «Транзактор»	«Ала-Тоо-инвест»
2	ОсОО «Береке-МТ»	«Береке-инвест»
3	ОсОО «Компания КФЛ»	«Бишкекинвестфонд»
4	ХК «Инвестхолдинг»	«Кыргыз-инвест»
5	ОсОО «Инвест-Сервис»	«Чуй-инвест»
6	АОЗТ «Заман»	«Ош-инвест»
7	ОсОО ФИК «Asco & Co»	«Элес-инвест», «Жаштык-инвест»
8	ОсОО «Жаны-Кылым»	«Кадамжай-инвест»
9	ОсОО «О-Азия»	«Джалал-Абад-инвест»

В целом инвестиционными фондами были произведены 33 выпуска акций на сумму уставного капитала более 16,0 млн. сомов.

По итогам деятельности за 9 месяцев 2001 года инвестиционные фонды вышли с общей прибылью в 2,1 млн. сомов.

Во исполнение Закона Кыргызской Республики «Об инвестиционных фондах» постановлением НКРЦБ от 18.11.1999 г. № 44 был утвержден план первоочередных мероприятий по реализации данного закона. В соответствии с указанным Планом ГКРЦБ был разработан и принят Комплекс мероприятий по развитию паевых инвестиционных фондов, основной целью принятия которого явилось создание необходимых условий для деятельности паевых инвестфондов и, в конечном итоге, появление таких институтов коллективного инвестирования на фондовом рынке республики.

Таблица 5.

**Сравнительная характеристика акционерного  
инвестиционного фонда и паевого инвестиционного фонда**

№	Сравнительные характеристики	Акционерный инвестиционный фонд	Паевой инвестиционный фонд
1	Правовой статус	юридическое лицо	без образования юридического лица
2	Форма образования фонда	Акционерное общество открытого типа	комплекс обособленного имущества
3	Момент возникновения фонда	С регистрацией учредительных документов	С регистрацией проспекта эмиссии инвестиционных паев в НКРЦБ
4	Органы управления: в том числе		
	- высший орган управления;	общее собрание акционеров;	Отсутствует
	наблюдательный орган;	совет директоров;	Отсутствует
	исполнительный орган;	управляющий фонда (юридическое или физическое лицо).	управляющая компания (юридическое лицо)
5	Договор на управление. Права управляющего фондом	Совет директоров заключает с управляющим договор на выполнение управляющим функций инвестиционного консультанта и администратора фонда и утверждает его на собрании акционеров	Учредителями фонда заключается договор с управляющей компанией на доверительное управление имуществом фонда на основе реализации права владения, пользования и распоряжения имуществом фонда
6	Отказ управляющего от выполнения своих обязанностей в одностороннем порядке	Возможен в соответствии с договором	Не возможен
7	Тип эмитируемых ценных бумаг	Акции	Инвестиционные паи
8	Эмитент ценных бумаг	Фонд	Управляющая компания
9	Возможность приобретения капитальных ценных бумаг других	Отсутствует	Имеет место

	инвестиционных фондов		
10	Инвесторы	Акционеры	Бенефициары
11	Ответственность инвесторов	По обязательствам фонда	По обязательствам управляющей компании
12	Выплата дивидендов	Имеет место	Отсутствует
13	Порядок заключения договора с депозитарием	Договор с депозитарием заключает фонд	договор с депозитарием заключает управляющая компания
14	Порядок открытия расчетного счета	в депозитарии открывается отдельный расчетный счет фонда	В депозитарии открывается отдельный расчетный счет управляющей компанией на каждый фонд
15	Способ учета имущества фонда	На самостоятельном балансе фонда	За балансом управляющей компании фонда
16	Способ регистрации недвижимого имущества фонда	На имя фонда	На имя управляющей компании с указанием, что зарегистрированное имущество составляет активы паевого фонда
17	Порядок выплаты средств при ликвидации	В первую очередь акционерам	Бенефициарам в последнюю очередь

Паевой инвестфонд (ПИФ) представляет собой совокупность средств, передаваемых инвесторами — физическими и юридическими лицами — в управление управляющей компании. Управляющая компания вкладывает полученные средства в инвестиционные активы. В Кыргызстане законодательством разрешена деятельность двух типов паевых инвестиционных фондов — интервальных ПИФ и ПИФ с обязательством выкупа эмитированных им паев.

В июне 2001 года в ГКРЦБ управляющей компанией «Инвестиционно-Консалтинговый Центр «Инвест-сервис ЛТД» были зарегистрированы правила и проспект эмиссии первого паевого инвестиционного фонда с обязательством выкупа эмитированных паев «Арстан». Эмиссии инвестиционных паев присвоен государственный регистрационный номер KG 0301165717 от 25 июня 2001 г.

### **Состояние развития негосударственных пенсионных фондов в Кыргызской Республике и опыт других стран**

В развитых странах институты коллективного инвестирования являются активными участниками финансового рынка. Как и другие коллективные инвесторы, аккумулируют средства индивидуальных вкладчиков для последующего инвестирования в ценные бумаги, так называемые «портфельные инвестиции». Такие консервативные инвестиции дают определенные гарантии для роста «сбережений» средств вкладчиков, поскольку главная задача НПФ — сохранение и увеличение пенсионных сбережений населения, а также снижение риска уменьшения или «таяния» активов. С этой целью инвестирование в проекты реального сектора запрещено, так как потенциально высоко существует вероятность неисполнения или банкротства таких проектов, хотя иной раз прибыльность, в случае успешной реализации, может быть и высокой.

Как коллективные инвесторы НПФ влияют на развитие рынка ценных бумаг? В большинстве развитых стран: США, Чили России, Казахстане и т.д. НПФ инвестируют средства в основном в ценные бумаги. По своей сути НПФ на финансовом рынке имеют

дело с так называемыми ценными бумагами с «длинными позициями» или «длинными деньгами», срок действия которых должен быть не менее пяти — десяти лет. Банки и финансовые корпорации планируют долгосрочные инвестиции на более короткие сроки. Работа с «длинными деньгами» предполагает долгосрочный период накопления средств, консервативную политику инвестирования активов, необходимость защиты прав и интересов участников фонда (будущих пенсионеров) и обеспечения надежности вложений в НПФ. Без этого дискредитируется сама идея негосударственного пенсионного обеспечения.

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 из-за продолжающегося экономического кризиса, и потому что предприятия предпочитают минимизировать свои налоговые платежи. Приходится упор делать на увеличение налогооблагаемой базы и повышении собираемости налогов, обеспечивая относительную стабильность пенсионной системы. Но такая политика ведет к обнищанию населения пенсионного возраста и росту социальной напряженности.

Рассмотрев опыт других стран отметим, что 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 (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).

К примеру, в Чили государственная система, на поддержку которой уходило 2% валового продукта страны, с 1981 года полностью заменена частной. Было создано несколько крупных контролируемых государством частных пенсионных фондов с жесткой политикой инвестирования пенсионных активов. Местные компании продали частным пенсионным фондам облигации более чем на 5 млрд. долларов со сроком выплаты через 27 лет. Таким образом был сформирован один из немногих в Латинской Америке долгосрочных рынков ценных бумаг. В 1994 году частные пенсионные фонды собрали свыше 20 млрд. долларов, или около половины ВВП Чили.

В России в соответствии с реформой системы пенсионного обеспечения должна быть создана трехуровневая система. Первый уровень — базовая пенсия, второй — трудовая пенсия, третий — негосударственная. В результате произошло резкое увеличение количества негосударственных пенсионных фондов. На конец 1993 года насчитывалось около 100 НПФ, а на конец 1996 года уже более 950 НПФ. Суммарный размер их активов составил более 1500 млрд. рублей. От развития системы коллективных инвесторов в России выигрывают и государство и граждане. Дефицит средств вынуждает правительство искусственно ограничивать размеры пенсий. Выигрыш государства будет состоять в притоке инвестиций в экономику, значительном росте налоговых поступлений, росте спроса на государственные ценные бумаги при одновременном снижении цены заимствования. Выигрыш населения — в увеличении возможностей сохранения и

приумножения своих сбережений, в росте цен на акции предприятий, собственниками которых являются миллионы граждан, в росте налоговых поступлений в бюджет, а значит, и лучшим финансировании социальных программ.

Одним из самых удачных получило развитие НПФ в Республике Казахстан<sup>60</sup>. На 1 июля 1999 года в Республике Казахстан обладали лицензиями один Государственный накопительный пенсионный фонд и тринадцать Негосударственных накопительных пенсионных фондов. По состоянию на 1 июля 1999 года 69% общей суммы пенсионных активов находилось в Государственном накопительном пенсионном фонде. Произошедшее по итогам отчетного квартала увеличение удельного веса Негосударственных накопительных пенсионных фондов в общем объеме привлеченных пенсионных активов свидетельствует о сохранении тенденции повышения уровня доверия населения к формирующейся в Казахстане негосударственной системе пенсионных накоплений. Во II квартале 1999 года сумма пенсионных активов НПФ увеличилась на 66,3% (в I квартале 1999 года — на 24,9%). Основной причиной столь значительного прироста стало повышение текущей стоимости номинированных в иностранной валюте финансовых инструментов, находящихся в портфелях НПФ, в результате возникновения по ним положительной курсовой разницы после снижения курса тенге по отношению к ведущим мировым валютам, ставшего, в свою очередь, результатом перехода Правительства и Национального Банка к режиму свободно плавающего обменного курса национальной валюты. На 1 июля 1999 года структура инвестиционного портфеля ГНПФ (после произведенной в апреле текущего года конвертации пенсионных активов) на 98,7% состоит из государственных ценных бумаг Республики Казахстан, номинированных в долларах США (на 01 апреля 1999 года — 4,1% от общего объема инвестированных пенсионных активов). При этом 89,7% от общего объема валютных обязательств приходится на специальные валютные государственные облигации Министерства финансов со сроком обращения пять лет (АВМЕКАМ), которые являются в настоящее время низколиквидными инструментами. Что касается инвестиционного портфеля ННПФ, то доля финансовых инструментов, номинированных в долларах США, составляет на 01 июля 1999 года 97,8% от общего объема инвестированных пенсионных активов ННПФ (на 01 апреля — 75,8% от общего объема инвестированных пенсионных активов). При этом в отличие от ГНПФ основной удельный вес валютных инструментов приходится на высоколиквидные еврооблигации Республики Казахстан (80,3% от общей стоимости инвестиционного портфеля ННПФ).

В настоящее время в НПФ открыли счета более 4 млн. человек. НПФ наряду с коммерческими банками являются крупными инвесторами в государственные ценные бумаги и аккумулированные средства практически полностью направляются на устранение дефицита государственного бюджета.

Одним из важнейших факторов, влияющих на развитие НПФ, является также их налогообложение и налогообложение отчислений в НПФ. В США предприятия вычитают из налогооблагаемой прибыли наравне с зарплатой взносы в пенсионные фонды, имеющие лицензию. Их инвестиционный доход не облагается налогом на прибыль в течение накопительного периода. А участники фондов освобождены от уплаты подоходного налога на пенсионные взносы на весь накопительный период — до начала выплат пенсий. Чтобы не открыть лазейку для ухода от уплаты налогов, налоговые льготы следует ограничить по величине и в индивидуальных накопительных схемах, и в профессиональных пенсионных фондах. Так, в США индивидуальные схемы освобождены от налога лишь на взнос до 2 тысяч долларов в год и при условии, что вкладчик не является участником корпоративного пенсионного фонда. Участники таких фондов вкладывают по 2 тысяч долларов в год, а могли бы и больше при повышенной

---

<sup>60</sup> Информация подготовлена по материалам Национальной комиссии по рынку ценных бумаг Республики Казахстан.

налоговой льготе. Корпоративным фондам разрешено принимать взносы, которые «выльются» в пенсию, не превышающую 200 тысяч долларов в год.

В Кыргызской Республике в настоящий момент работает одно юридическое лицо с названием «Негосударственный пенсионный фонд «Кыргызстан».

### **Развитие страховых организаций в Кыргызской Республике**

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 настоящее время в реестре Государственной комиссии при Правительстве Кыргызской Республики по рынку ценных бумаг зарегистрировано 26 страховых компаний, из них только 12 компаний имеют уставные капиталы более 1 млн. сом.

В 2000 г. совокупные поступления страховых платежей у всех компаний составили всего около 124,3 млн. сом.

Условиями обеспечения финансовой устойчивости страховых компаний являются (1) наличие у них полностью оплаченного уставного капитала, (2) достаточного размера страховых резервов, (3) системы перестрахования.

Минимальный размер уставного капитала страховых компаний определяется Управлением небанковского надзора Министерства финансов Кыргызской Республики. Формирование уставного капитала в соответствии с Законом Кыргызской Республики «Об организации страхования в Кыргызской Республике» должно осуществляться только в денежной форме.

Таблица 6.

#### **Общая информация о страховых компаниях в Кыргызской Республике<sup>61</sup>**

№	Наименование АО	Уставной капитал (тыс. сом)
1	АКСК Англо-Кыргызская страховая компания	4 675
2	«Ак-Жол» страховая компания	1 500
3	«Ала-Иншуранс» страховая компания	2 000
4	«Алатау- Иншуранс» страховая компания	200
5	«Алтын-Жол» страховая компания	500
6	ГАКСК «Кыргызстан»	2 221,34
7	«Здоровье» страховая компания	1 500
8	«Иншуранс групп оф Централ Эйшиа»	100
9	«Камкор-Лондонгейт» страховая компания Кыргызско-Английское предприятие	500
10	«Кенч» страховая компания	100
11	«Кыргызинстрах» СК Совместное Кыргызско- Российское предприятие	5 000
12	«Лондон-Бишкек» страховая компания	3 074,411
13	«Надежда» страховая компания	20

<sup>61</sup> Данные Государственной комиссии при Правительстве Кыргызской Республики по рынку ценных бумаг.

14	«Омир Полис» страховая компания	500
15	«Сак- Бол» страховая компания	100
16	«Талисман» страховая компания	200
17	«Хаджар» страховая компания	100
18	«Хан-Тенгри» страховая компания	100
19	«Эрмат» страховая компания	1 629,219
20	«Азия транзит» страховая компания	1 500
21	«Альянс-Победа» страховая компания	6
22	«Боско-Кыргызстан» страховая компания	296,9
23	«Кыргыз» страховая компания	330,73
24	Промышленно-страховая компания	500
25	Восточная страховая компания	1 000
26	«Босс-СБ» страховая компания	1 629,219

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.

Для того, чтобы обеспечить выполнение принятых страховых обязательств, страховщики образуют из полученных страховых взносов до налогообложения необходимые для предстоящих страховых выплат страховые резервы. 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.

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.

В настоящее время страховые компании осуществляют следующие виды страхования:  
*Виды личного страхования в Кыргызской Республике*

1. Страхование жизни
2. Страхование от несчастных случаев и болезней
3. Добровольное медицинское страхование

*Виды имущественного страхования в Кыргызской Республике*

1. Страхование средств наземного транспорта
2. Страхование средств воздушного транспорта
3. Страхование средств водного транспорта
4. Страхование товаров в пути
5. Страхование от пожара и стихийных бедствий
6. Страхование гарантий
7. Страхование от ущерба собственности кредитов
8. Страхование кредитов
9. Другие виды

На основе краткого изучения сложившейся деятельности страховых компаний можем отметить следующие причины слабого развития страхового бизнеса в Кыргызстане:

— отсутствуют меры стимулирования предприятий к более широкому использованию возможностей страхования для защиты своих имущественных прав;

— не создан надежный механизм государственного контроля выполнения страховыми организациями принятых страховых обязательств, адекватной оценки их надежности и финансовой устойчивости, не налажена должным образом информационно-аналитическая работа;

— слабая организация разъяснительной работы с населением.

Согласно Постановления Правительства 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 страховые компании при инвестировании средств страховых (технических) резервов обязаны соблюдать следующие предельные уровни 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».

Для дальнейшего совершенствования инвестиционной деятельности страховщикам необходимо провести работу в следующих направлениях:

— 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 аккумулированию 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. Такой показатель будет прямо влиять на глубину развития рынка капиталов республики.

### 3.3. Саморегулирование, как метод рыночной организации деятельности на рынке ценных бумаг и опыт мировой практики

Саморегулируемыми организациями в мировой практике признаются предпринимательские ассоциации, добровольные объединения, устанавливающие для членов формальные правила в ведении бизнеса. В соответствии с законодательством саморегулируемой организацией (СРО) профессиональных участников рынка ценных бумаг является некоммерческая организация — добровольное объединение профессиональных участников рынка ценных бумаг.

Следует специально отметить, что принцип деятельности саморегулируемых организаций является одним из немногочисленных примеров, когда полноценно реализуется принцип политического «партнерства» между государственными органами управления и регулирования рынка ценных бумаг с одной стороны и лицензированными профессиональными участниками рынка ценных бумаг, с другой по вопросам эффективного развития деятельности в данном секторе экономики.

В развитых рыночных странах существуют одна или несколько подобных ассоциаций профессионалов, действующих в национальном масштабе и признанных в этом качестве государственными регуляторами, как основные представители профессионального сообщества на рынке ценных бумаг.

Государство передает часть своих функций по надзору и регулированию рынка таким ассоциациям, которые сами устанавливают правила игры и осуществляют контроль за их исполнением. Такой контроль (по объему и качеству) является эффективным средством регулирования рынка. Развитые формы СРО наделены правами, помимо разработки определенных правил и положений, наложения административных штрафов, ходатайства перед государственным регулятором об отзыве лицензии нарушителя.

Саморегулируемые организации — это не только выработка общих правил игры или защита интересов, это еще часто обособленный рынок, доступ на который огражден требованиями к профессионализму и этике, объемам торговли и капитала, их финансовому здоровью и т.д. Саморегулируемая организации может рассматриваться как коммерческое соглашение участников.

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).

СРО можно рассматривать на двух уровнях: международные организации (например — *Federation International des Bourses de Valeurs* — Международная организация фондовых бирж) и национальные организации. Обычно в каждой стране есть саморегулируемые организации, претендующие на представительство интересов всех лицензированных профессионалов рынка ценных бумаг страны. Например, в США это *National Association of Securities Dealers (NASD)* — Национальная ассоциация инвестиционных дилеров (хотя действует еще множество других организаций), в Японии — *Japan Securities Dealers Association* (Японская ассоциация инвестиционных дилеров) и т.д.

При наличии относительно замкнутых региональных рынков ценных бумаг могут, соответственно, учреждаться региональные саморегулируемые организации.

СРО имеют следующие виды: организации регуляторов рынка; организации фондовых бирж; специализированные организации; организации, объединяющие персонал профессиональных участников рынка ценных бумаг; организации дилеров — брокеров (компаний по ценным бумагам); организации трансфер — агентов, регистраторов и депозитариев.

В мировой практике наиболее известными примерами саморегулируемых организаций являются:

— организации регуляторов рынка — *North American Securities Administrators Association* (персонал региональных органов власти, связанных с регулированием рынка ценных бумаг в США );

— организации фондовых бирж — *Consolidated TAPE association* (члены — фондовые биржи, цель — координация информационной деятельности на рынке ценных бумаг в США);

— организации компаний по ценным бумагам — *National Association of Securities Dealers, Securities Industry Association* (дилеры — брокеры, андеррайтеры ценных бумаг в США ), *Put and Call Brokers and Dealers association* (брокеры — дилеры по ценным бумагам в США ), Ассоциация профессиональных участников рынка ценных бумаг, Фондово — эмиссионный синдикат;

— организации инвестиционных консультантов — *Investment Counsel Association of America, New York Society of Security Analysts*;

— организации трансфер — агентов, регистраторов и депозитариев — *Securities Transfer Agents Association* (ассоциация корпоративных агентов по трансферу);

— организации персонала, работающего в институтах ценных бумаг — *National Association of Securities Professionals* (представляет интересы младших специалистов по ценным бумагам ), *Security Traders Association* (трейдеры по ценным бумагам );

— специализированные организации — *Public Securities Association* (банки и компании, занятые дилингом государственных и муниципальных ценных бумаг);

— организации эмитентов — *Association of Publicly Traded Companies* (ассоциация компаний открытого типа (чья акции публично торгуются));

— организации институциональных инвесторов — *American Society of Utility Investors* (американское общество инвесторов в ценные бумаги коммунальных компаний ), *Investment Company Institute* (институт инвестиционных компаний — крупнейшая ассоциация инвестиционных компаний), *Council of Institutional Investors* (совет институциональных инвесторов — ассоциация пенсионных и благотворительных фондов — инвесторов)

— организация частных инвесторов — *United Shareholders Association of Investment Clubs* (национальная ассоциация инвестиционных клубов — сообществ мелких инвесторов, объединяющих свои деньги для более крупных вложений средств).

Деятельность СРО в Кыргызской Республике осуществляется на основе положения «О саморегулируемых организациях профессиональных участников рынка ценных бумаг», утвержденного постановлением ГКРЦБ от 4 сентября 1997 года № 25, и доработанное в постановлении от 2 июля 2001 года № 29.

Данное положение регулирует ассоциации профессиональных участников рынка ценных бумаг и действующих в качестве саморегулируемых организаций.

На сегодняшний день разрешение уполномоченного государственного органа по рынку ценных бумаг на деятельность СРО имеет ЗАО «Кыргызская фондовая биржа».

Следует отметить, что в настоящее время в республике в виде объединений профессиональных участников РЦБ зарегистрированы несколько ассоциаций различных видов профессиональной деятельности. Это ассоциация инвестиционных фондов, ассоциация брокеров и дилеров, а также ассоциация независимых регистраторов. Однако, ни одна из вышеперечисленных ассоциаций не получила специального разрешения иметь статус СРО в уполномоченном государственном органе по рынку ценных бумаг.

В настоящий момент лицензированными профессиональными участниками республики рынка рассматривается 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 должна стать выработка соглашения между организаций и конкретным членом, где должны быть отражены цели, задачи, обязанности, а также штрафные санкции к членам — нарушителям законодательства.

В структуре зарождающегося рынка ценных бумаг СРО должны выполнять задачи, направленные на формирование новых форм взаимоотношений членом ассоциаций и выработки «новой дисциплины» рыночных партнеров и субъектов, что намного упростит осуществление государственного надзора за деятельностью на фондовом рынке.

Такие меры повлияют на развитие деловой деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг за счет общих усилий, стандартизации принципов и практики деятельности, содействие соблюдению высоких этических стандартов профессиональными участниками рынка ценных бумаг в том, что касается их отношения к клиентам и друг к другу, и содействие соблюдению законодательства среди самих членом.

Это также повлияет на обеспечение возможности контактировать, консультироваться и сотрудничать с государственными органами и другими организациями в разрешении проблем, затрагивающих инвесторов, общественность, профессиональных участников рынка ценных бумаг, владеющих лицензией на право ведения операций с ценными бумагами.

Стимулирует формирование основ справедливой деятельности, предотвращения мошеннической деятельности, содействие развитию справедливых и равноправных принципов работы для защиты интересов инвесторов, а также содействие развитию самодисциплины среди членом, расследование и устранение конфликтов между членами СРО и их клиентами.

Если рассмотреть механизмы, которые претворяют в практику цели и задачи, возлагаемые на СРО, то следует остановиться на функциях, осуществляемых СРО на рынке ценных бумаг, рассмотреть ее права, обязанности, а также правила и другие документы, регулирующие деятельность СРО и ее членом.

В фондовом секторе экономики СРО должны реализовывать следующие основные функции:

- разрабатывать и устанавливать в соответствии с законодательными и нормативными актами по рынку ценных бумаг обязательные для своих членом правила и стандарты осуществления профессиональной деятельности и операций с ценными бумагами своими членами и осуществлять контроль за их соблюдением;

- контролировать соблюдение своими членами принятых СРО правил и стандартов осуществления профессиональной деятельности и операций с ценными бумагами;

- в соответствии с квалификационными требованиями ГКРЦБ разрабатывать учебные программы и планы, осуществлять подготовку должностных лиц и персонала организации, осуществляющих профессиональную деятельность на рынке ценных бумаг.

Для реализации таких функций ГКРЦБ своим положением предоставило СРО следующие основные права:

- получать информацию по результатам проверок деятельности своих членом, осуществляемых в порядке, установленном ГКРЦБ и его региональными отделениями;

- разрабатывать стандарты профессиональной этики на рынке ценных бумаг;

- разрабатывать правила и стандарты проведения операций с ценными бумагами, обеспечивающих эффективную деятельность на рынке ценных бумаг;

- поддерживать высокий уровень профессионализма профессиональных участников рынка ценных бумаг — членом саморегулируемой организации;

- контролировать соблюдение своими членами принятых СРО правил и стандартов осуществления профессиональной деятельности и операций с ценными бумагами;

- налагать экономические санкции к членам СРО за нарушения законодательства Кыргызской Республики, внутренние положения и правила, если данные санкции утверждены общим собранием членом СРО;

- ходатайствовать перед ГКРЦБ об отзыве лицензии на право ведения профессиональной деятельности по ценным бумагам у членом СРО, допустивших нарушения законодательства Кыргызской Республики.

В то же время СРО обязаны предоставлять для утверждения в ГКРЦБ все внутренние документы (изменения к ним), регламентирующие ее деятельность с кратким обоснованием причин и целей изменений; выполнять все требования и поручения, принятые на заседаниях совета СРО; своевременно обеспечивать членов СРО необходимыми законодательными и нормативными актами, касающихся рынка ценных бумаг, а также представлять в ГКРЦБ данные обо всех изменениях, вносимых в учредительные документы в десятидневный срок.

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.

Все санкции саморегулируемых организаций, утвержденные ГКРЦБ, могут быть опротестованы в установленном законодательством порядке.

СРО создается профессиональными участниками РЦБ, численность которых должна быть не менее пяти и получить разрешение уполномоченного государственного органа по рынку ценных бумаг. После надления СРО по решению уполномоченного государственного органа по рынку ценных бумаг соответствующими полномочиями они становятся составной частью единого механизма регулирования. Членство в СРО является необходимым для всех профессиональных участников РЦБ, осуществляющих соответствующие виды профессиональной деятельности, регулирование которых входит в компетенцию данного СРО.

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 заявили об образовании СРО, приняли устав, правила, избрали органы управления СРО; СРО была зарегистрирована в Министерстве юстиции Кыргызской Республики и получила разрешение ГКРЦБ; профессиональные участники рынка ценных бумаг приняли единые требования к квалификации членов СРО;

Правила СРО должны содержать следующие положения: нормы для исполнения профессиональной деятельности; запрещение манипуляций с ценами; требования о соответствующей документации по операциям с ценными бумагами, ведение соответствующих бухгалтерских записей и отчетности; требования для вступления в члены СРО, порядок выхода и исключения из нее; 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, в том числе порядок рассмотрения жалоб и заявлений от клиентов — членов организации; обязательства членов перед клиентами прочими лицами по возмещению ущерба из-за ошибок или не досмотра во время осуществления своей профессиональной деятельности или неправомерными действиями членов организации; порядок рассмотрения споров между членами организации; порядок проведения организацией проверок своих членов для определения соблюдения ими законодательства Кыргызской Республики, правил и положений ГКРЦБ 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.

Членами СРО могут быть любые юридические лица, которые обладают лицензией на право ведения профессиональной деятельностью по ценным бумагам ГКРЦБ; назначают для ведения операций с ценными бумагами работников, удовлетворяющих

квалификационные требования ГКРЦБ; уплатили вступительный взнос, установленный за вступление в члены СРО, обязуются соблюдать устав и другие правила СРО и платить годовые членские взносы; имеют безупречную деловую репутацию. При этом максимальное число членов СРО не ограничивается.

Саморегулируемые организации, образованные в соответствии с законодательством республики, должны решать вопросы создания и обеспечения условий профессиональной деятельности участников рынка ценных бумаг; соблюдения стандартов профессиональной этики на рынке ценных бумаг; защиты интересов владельцев ценных бумаг и иных клиентов профессиональных участников рынка ценных бумаг; установление правил, стандартов проведения операций с ценными бумагами, обеспечивающих эффективную деятельность на рынке ценных бумаг; поддержание высокого уровня профессионализма профессиональных участников рынка ценных бумаг — членов саморегулируемой организации.

С другой стороны, это не должно означать снижение уровня и глубины государственного надзора. В этом конкретном примере можно рассмотреть реализацию принципа «партнерства» между государственными органами государственного управления и регулирования и органами рыночного саморегулирования.

### **3.4. Рейтинг как статистический метод оценки качества эмитента и их ценных бумаг**

Одним из важных механизмов регулирования в процессе обращения финансовых инструментов на рынке является рейтинг компаний и их ценных бумаг, это своеобразный комментарий экспертов финансового рынка, специализирующихся на обсуждении качества обращающейся ценной бумаги на предмет ликвидности, степени рискованности и платежеспособности того или иного эмитента. Такую работу проводят специализированные консалтинговые организации называемые — рейтинговые агентства.

Следует отметить, что в республике отмечается первые попытки формирования шкалы рейтингов эффективных предприятий, которые выстраиваются по принципу отдельных показателей эффективности предприятий: наибольших доходов, прибыли, активов и других ограниченных позиций деятельности и состояния компании, опубликовываемые в отдельных средствах массовой информации. Однако, на наш взгляд, такая оценка носит поверхностный характер и не может быть серьезно принята во внимание потенциальными инвесторами. Пока еще отсутствует рейтинг платежеспособности или кредитной ликвидности компаний.

Еще ни одна ценная бумага, эмитированная на территории Кыргызской Республики, не имеет кредитный рейтинг международных рейтинговых агентств, включая государственные. Кыргызская Республика также не имеет так называемого «странового» кредитного рейтинга. Это вытекает из положения, что наша республика не имеет планов выпуска «еврооблигаций», государственных ценных бумаг, обращающихся на международном финансовом рынке. Выпуск ценных бумаг на международном рынке есть заимствование на коммерческой основе и является одним из показателей хорошего инвестиционного климата в стране. Как известно, Кыргызская Республика получает заимствования международных финансовых организаций на льготной основе, что и является условием ограничения других видов заимствований для бюджета.

Следует также отметить, что в республике еще не существует такого лицензируемого вида рыночной деятельности, как рейтинговая деятельность. Однако уже в скором будущем необходимо будет принять меры по регулированию данного вида профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг.

В мировой практике широко используется механизм рейтингов главным образом для того, чтобы дать объективную оценку состояния компании путем глубокого раскрытия информации об эмитенте, присвоения определенного рейтинга его ценным бумагам, постоянная поддержка и обновление информации о нем.

Наиболее известными международными рейтинговыми агентствами, признанными на международном фондовом рынке являются «Standart&Poors», «Moody's», «Fitsh Ibsa» и пр. Имея кредитный рейтинг названных агентств, означает полное раскрытие информации об эмитенте, которое дает объективную цену для инвестора. Соответственно после этого гарантирован успех размещения или продажи ценных бумаг на рынке по цене, соответствующей рейтингу.

Каждое агентство имеет свою шкалу рейтингов, которая подразделяется на две основные группы: инвестиционную (более высокая группа кредитоспособности) и спекулятивную (менее высокая группа кредитоспособности). Для обозначения рейтингов агентства используют первые буквы латинского алфавита.

Шкала каждого из агентств состоит из 10 уровней рейтинга (табл.8.)

С 1982 г. агентство «Мудис» ввело дополнительную градацию внутри рейтингов, начиная с АА до Саа. Этим рейтингам дополнительно присваивается цифра от 1 до 3, уточняющая кредитоспособность заемщика (цифра 1 означает наибольшую кредитоспособность, цифра 2- среднюю, цифра 3- наименьшую).

Рейтинги агентств «Фитч ИБКА» и «Стандарт энд Пурс» с АА до ССС могут дополняться знаками «+» или «-», что указывает на более или менее высокую кредитоспособность в рамках одного значения рейтинга. Инвестиционному уровню соответствуют категории Ааа-Ваа3 агентства «Мудис» и ААА-ВВВ- агентств «Стандарт энд Пурс» и «Фитч ИБКА». Остальные категории придают спекулятивным, т.е. высокорисковым, облигациям. Высший кредитный рейтинг показывает, что, по мнению соответствующих агентств, вероятность дефолта эмитента минимальна, а надежность его облигаций сравнима с казначейскими облигациями федерального правительства. Вероятность наступления дефолта выпусков облигаций, попадающих в инвестиционную группу, оценивается рейтинговыми агентствами как достаточно низкая, поскольку анализируемые показатели позволяют агентствам сделать вывод об адекватной способности эмитента осуществлять обслуживание и погашение облигаций.

Мониторинг кредитных рейтингов занимает важное место в сфере регулирования финансовых рынков. Понятие «инвестиционная группа рейтингов» изначально стало использоваться различными регулирующими организациями, определявшими возможные объекты для инвестиций тех категорий инвесторов, защита интересов которых осуществляется на государственном уровне. Важной особенностью американского федерального регулирования является то, что оно запрещает вкладывать в ценные бумаги спекулятивного рейтинга активы банков и средства трастовых, пенсионных, паевых фондов и страховых компаний<sup>62</sup>.

Таблица 7.

**Сравнительная таблица рейтинговых шкал различных рейтинговых агентств**

Группа рейтингов	“Мудис”	«Стандарт энд Пурс» и «Фитч ИБКА»	Описание рейтинга
Инвестиционная	Ааа	ААА	Наивысший; наименьшая степень кредитного риска

<sup>62</sup> I Lamb R., Rappaport S. P. Municipal bonds. N. Y.: McGraw – Hill, 1987. P. 39.

	Aa	AA	Очень высокий; крайне низкая степень кредитного риска
	A	A	Высокий, весьма привлекательный для инвестиций
	Baa	BBB	Достаточно высокий, последний рейтинг инвестиционной группы
Спекулятивная	Ba	BB	Средний, открывающий спекулятивную группу высокорискованных облигаций
	B	B	Ниже среднего
	B	B	Низкий
	Saa	CCC	Очень низкий; высокая вероятность неисполнения текущих платежей по облигациям
	Sa	CC	Чрезвычайно низкий; своевременное и полное обслуживание и погашение облигаций маловероятны
	C	C	Наименьший, характеризующий облигацию в состоянии дефолта, при котором имеются просроченные платежи эмитента
	D	D	

Такой подход очень удобен и полезен инвесторам, которые не слишком глубоко и компетентно занимаются изучением финансового состояния компании, ценные бумаги которого он решил приобрести. Обычно такие услуги предоставляются на фондовых биржах и соответственно существуют разные уровни качества предоставляемой информации.

Таблица 8.

**Рейтинг «Standart&Poors» в странах Центральной и Восточной Европы на 7 июля 1997 года**

Наименование эмитента	Рейтинг в иностранной валюте			Рейтинг в местной валюте		
	Долгосрочн.	Перспектива	Краткосрочн.	Долгосрочн.	Перспектива	Краткосрочн.

<b>Иностранные государства</b>						
Хорватия	BBB-	Стабильная	A-3	A-	Стабильная	A-2
Чешская Республика	A	Стабильная	A-1	-	-	-
Венгрия	BBB-	Стабильная	-	A-	Стабильная	A-1
Казахстан	BB-	Стабильная	-	BB+	Стабильная	B
Латвия	BBB	Стабильная	A-3	A-	Стабильная	A-2
Литва	BBB-	Стабильная	A-3	BBB+	Стабильная	A-2
Польша	BBB-	Позитивная	-	A-	Позитивная	A-1
Румыния	BB-	Стабильная	-	BBB-	Стабильная	-
Россия	BB-	Стабильная	B	-	-	-
Республика Словакия	BBB-	Стабильная	-	A	Стабильная	A-1
Республика Словения	A	Стабильная	-	AA	Стабильная	-
<b>Финансовые институты</b>						
Чехословенска Обчодни банка, Чешская Республика	BBB-	Стабильная	A-3	-	-	-
Чешска Спорителна, Чешская Республика	BBB-	Стабильная	A-3	-	-	-
Комерчни банка	BBB-	Стабильная	A-3	-	-	-
Чешский Экспорт банк	A	Стабильная	A-1	-	-	-
Мадьяр Хител банк, Венгрия	-	-	-	BBBp1	-	-
ОТП Банк, Венгрия	-	-	-	BBBp1	-	-
Румынский коммерческий банк, Румыния	BB-	Стабильная	-	-	-	-
Альфа банк, Россия	B	Стабильная	-	-	-	-
Альфа Альянс, Россия	B	Стабильная	B	-	-	-
Российский кредитбанк, Россия	B	Стабильная	B	-	-	-
СБС Арго, Россия	B+	Позитивная	-	-	-	-
<b>Местные и региональные органы власти</b>						
Нижний Новгород, Россия	BB-	Стабильная	-	-	-	-
Москва, Россия	BB-	Стабильная	-	-	-	-

Санкт-Петербург, Россия	BB-	Стабильная	-	-	-	-
Прага, Чешская Республика	A	Стабильная	-	-	-	-
Острава, Чешская Республика	A	Стабильная	A-1	-	-	-
Лодзь, Польша	BBB-	Стабильная	-	-	-	-
Рига, Латвия	BBB-	Стабильная	A-3	-	-	-
<b>Корпорации</b>						
СПТ Телеком, Чешская Республика	A	Стабильная	-	-	-	-
СЕЗ, Чешская Республика	BBB+	Позитивная	-	-	-	-
Лукойл, Россия	BB-	Стабильная	-	-	-	-
Ростелеком, Россия	BB-	Стабильная	-	-	-	-
Мосэнерго, Россия	BB-	Стабильная	-	-	-	-
ПТК, Польские средства связи Инкорпорейтед	BB-	Стабильная	Стабильное	-	-	-

Компетентный и качественный рейтинг ценной бумаги выполняет роль необходимого мостика для размещения отечественных ценных бумаг на международных рынках. С другой стороны, широкое привлечение портфельных инвестиций из-за рубежа также является затруднительным, поскольку у нас отсутствует механизм быстрого раскрытия информации, который обычно осуществляют рейтинговые агентства. При этом наиболее уважаемыми являются рейтинги признанных рейтинговых агентств, которые на практике предоставляют такой вид услуг для финансового рынка США. Однако сегодня их деятельность все более глобализируется, поскольку инвесторы приняли такой вид услуг, как удобный и надежный. Поэтому присужденные рейтинги подобных компаний являются своего рода указателями на многих международных финансовых рынках.

Сегодня рейтинговые агентства стали средством на быстро развивающихся рынках капитала и в продвижении к регулятивным целям. Поэтому задача ускоренного развития такого вида рыночных услуг сегодня актуальна и в Кыргызской Республике. Для компании, заинтересованной в получении определенного рейтинга следует подать заявку на предмет присвоения корпоративного рейтинга в определенные компании. Такой вид услуг является платным и поэтому существует определенная рыночная конкуренция между различными рейтинговыми агентствами.

Свободно функционирующая, конкурентная рейтинговая деятельность вносит значимый вклад в эффективность рынка — как отечественного, так и международного. Надежные рейтинги позволяют инвесторам устанавливать рискованные надбавки на ценные бумаги, а также могут дать эмитентам более широкий доступ к капиталу.

Предположение, что рейтинговые системы разных рейтинговых агентств в сущности равнозначны, имеет изъяны, и управление на основании этого предположения может подорвать политику целей, если рейтинги используются в регулировании.

Такие проблемы, как выбор эмитентами высокого качества рейтингов скорее за возможно более низкую цену, чем рейтингов, которые наилучшим образом отражают их кредитное качество, могут возникнуть непреднамеренно, когда регуляторы пытаются стимулировать конкурентную деятельность рейтинговых агентств на отечественном рынке.

Существует несколько аспектов целесообразности, получения от независимых операций рейтингового агентства: например, неудобство для регуляторов банковского сектора или государственной политики не влияет на течение информации; рейтинги достигают доверия инвесторов; и растет доверие инвестора в финансовые рынки.

Свободно функционирующая, конкурентная рейтинговая деятельность увеличит эффективность рынка, как отечественного, так и зарубежного. Эффективность будет получена не от замещения раскрытия информации или регулятивного надзора рейтингами, но от наличия тех фирм, которые смогут специализироваться исключительно на кредитном исследовании, и смогут давать независимые комментарии эмитенту, правительству или инвестору. Убывающие сомнения инвестора будут повышать эту эффективность.

Особенно, кредитные рейтинги помогают инвесторам устанавливать рискованные надбавки на ценные бумаги. Рейтинги могут использоваться для установления кредитного риска и границ диверсификации, а также они могут давать эмитентам больший доступ к капиталу. Это возможно потому, что инвесторы, у которых нет времени на свое собственное кредитное исследование, могут оценить кредитный риск более широкого спектра ценных бумаг. К тому же, ценные бумаги в целом считаются более ликвидными, если имеют рейтинг. Заслуживающие доверия кредитные заключения специалистов могут обеспечить эти выгоды и более.

Среди вопросов, которые необходимо рассмотреть Государственной комиссии при Правительстве Кыргызской Республики по рынку ценных бумаг для поддержания заслуживающих доверия операций рейтингового агентства, есть следующие:

— кредитные риски и прочность должны обеспечиваться прозрачным раскрытием; рейтинговым агентствам, и всем финансовым посредникам нужно разрешить свободно и без ограничений давать комментарии по поводу кредитного риска;

— необходимо устранить давление регулятора на рейтинговые агентства с целью привязать рейтинги к политической ситуации.

Рейтинговые агентства и их роль на рынках капитала являются сегодня популярными темами, давшими ту общераспространенную практику использования этих институтов на развивающихся отечественных и международных рынках капитала, дающих постоянный доход, могут в конце концов иметь непредвиденные — или даже неблагоприятные — результаты.

Остановимся на некоторых из этих последствий, включая проблемы, создаваемые использованием непоследовательных рейтинговых шкал разных рейтинговых агентств для регулятивных целей. Другие следствия, включающие рейтинговую точность, которая может быть подвергнута риску, так как регулятор пытается создать стимулы для мотивации рейтинговых агентств.

Для создания жизнеспособной индустрии рейтинговых агентств и их исследований очень важны независимые публикации советов специалистов по кредитным и рыночным рискам, что также на сегодняшний момент не имеет места в республике.

Индивидуальные рейтинги должны быть предметом очень тщательного обзора и анализа до того, как параметры рейтинговой шкалы, используемой одним рейтинговым агентством, будут приняты как сравнимые с другими, не говоря уже об использовании примерно общих символов, или даже принятии посылки, согласно которой рейтинги пытаются измерять одно и то же.

Рейтинги являются оценкой инвестиционного качества, с упором на оценку как вероятности невыполнения обязательств, так и размеры возможных убытков, связанных с тем невыполнением обязательств. Следовательно, последний гарантированный долг эмитента обычно оценивается выше, чем подчиненный негарантированный долг того же эмитента. Ценная бумага может иметь довольно высокую вероятность невыполнения обязательств, но поскольку некоторый уникальный фактор, имеющий результатом

фактически непрерывный поток денег и минимальный убыток кредиторов, ценная бумага может гордиться высоким кредитным рейтингом.

Также сегодня является закономерностью то, что эмитенты для получения хорошего рейтинга обращаются к тем агентствам, которые обеспечивают такой заказ. В таком случае инвесторы достаточно скептически по отношению к качеству таких кредитных рейтингов, в целом считая их лишёнными правдоподобия из-за неясности мотивов тех, кто присуждает рейтинги. В этих случаях инвесторы обычно считают рейтинги бесполезными, и таким образом отечественная деятельность по кредитному рейтингу имеет ограниченное значение для отечественного рынка капитала с постоянным доходом вне удовлетворения определенных местных требований. Возможно, и это важно, зарубежные инвесторы питают ограниченное доверие к таким рейтингам.

На наш взгляд, нельзя использовать рейтинги в качестве суррогата других систем контроля или требований раскрытия информации. Оправданием этих правил является то, что рейтинговые агентства имеют доступ к информации, которая как правило недоступна инвестирующей общественности и что эта информация может сжиматься в рейтинговые символы, которые обеспечили бы адекватным заменителем более сложного раскрытия информации.

Большая часть регулирования рынка ценных бумаг предусматривает уголовную и/или административную ответственность, если эмитент или андеррайтер не предоставляет соответствующую информацию рынку, или если такая информация ложна или вводит в заблуждение. Эти стимулы могут быть достаточно действенными, но они не являются необходимостью, применяемой к конфиденциальной информации, которая может раскрываться рейтинговыми агентствами. Долгий опыт показывает, что информация, предоставленная компаниями в частном порядке часто полезна, но что предлагаемая информация часто склонна к освещению эмитента в возможно наилучшем свете. Ее полноту и точность следует всегда проверять. Адекватность или полнота доступной информации и надежность являются в конечном счете вопросами, на основании которых рейтинговая комиссия выносит решение.

Объективность рейтинговых агентств основывается на полном и точном публичном раскрытии информации. Рейтинги не предназначены быть единственным источником кредитной информации, доступной инвесторам, но скорее одним из многих источников, с которыми инвестору следует считаться. В рамках процедур, которые способствуют выходу рейтингов, все еще сдерживающие раскрытие информации, быстро подорвут эффективное развитие рынка капитала, если инвесторам отказывать в возможности оценивать качество советов специалистов, которые аналитики рейтинговых агентств развивают до тех пор, пока не появятся невыполнения обязательств.

Двумя вариантами использования рейтингов, которые мы отметили, являются регулятивные режимы, которые требуют от банков получения рейтинга как части заранее предупредительной системы для регулятора, или использование рейтингов для измерения адекватности капитала для фирм или банков, работающих с ценными бумагами.

В первом случае, банк стоит перед соблазном использовать рейтинговое агентство таким образом, который менее всего подходит для того, чтобы показывать дефицит — толчок, который стимулирует продажу рейтингов. Когда рейтинги используются в качестве инструмента для определения адекватности капитала, фирма или банк, занимающиеся ценными бумагами, в качестве инвесторов в ценные бумаги, рискуют от тех ценных бумаг, которые имеют своим фактором меру адекватности капитала. Если фирма инвестирует в ценные бумаги с низким рейтингом, требуется больше капитала, для обеспечения ценных бумаг с высоким рейтингом, требуется меньше капитала. Поскольку фирмы стараются соотноситься с такими соотношениями, они также пытаются достичь возможно более высокой маржи на свой портфель. Следовательно, их мотивация заключается в том, чтобы купить то, что они знают в качестве ценных бумаг с низким качеством, которые имеют по крайней мере один высокий рейтинг. Таким способом они

увеличивают до предела свой доход (оборот) на регулятивный капитал. Институты, учитывающие давление маржи от падающих франчайзингов, скорее всего прибегают к такой тактике. Таким образом можно помешать осуществлению регулятивных целей теми институтами, которые больше всего нуждаются в снижении риска. В то же время, регулятивный процесс еще раз подрывает целостность системы рейтингов, которые ведут инвесторы.

В Кыргызской Республике необходимо принять определенные меры для того, чтобы стимулировать образование и активизацию заслуживающей доверия рейтинговой деятельности.

Во-первых, важно удалить стимулы, которые непреднамеренно искажают побуждения эмитентов, инвесторов. Особенно внимательно надо рассмотреть попытки искусственно создавать потребности в рейтингах требованием у эмитентов получить рейтинг или у инвесторов использовать рейтинги. Некоторые рейтинговые агентства искушаются борьбой за производство регуляторами годового дохода, давая эмитентам и инвесторам то, что удовлетворяет требованиям, скорее чем выпусками точных заключений специалистов.

Во-вторых, ГКРЦБ и НБКР должны содействовать адекватному публичному раскрытию информации эмитентами и теми, кто продает ценные бумаги от своего имени. Строгая рейтинговая система должна дополняться, перепроверяться и критиковаться другими участниками рынка и СМИ, для того, чтобы сохранить ее функционирование в должном порядке.

В-третьих, всем рейтинговым агентствам — конечно же, всем главным участникам финансовых СМИ и рынка — нужно позволить свободно сообщаться по поводу рисков и стабильности, как они ее видят. Правильные рейтинги требуют свободы выражать мнение о кредитоспособности банка, или даже если банковский сектор сталкивается с давлением, которое делает такой рейтинговый комментарий неудобным или даже разрушительным для государственной политики. Точные рейтинги требуют того, чтобы потребность инвесторов в рейтингах превосходила эмитентов, которые больше предпочитают, чтобы такие заключения специалистов скрывались.

Точные рейтинги также требуют ограничения влияния государственной политики в привлекательность тех или иных эмитентов. Это особенно относится к банковскому сектору. Очень важно, чтобы рейтинговые агентства обеспечивали свободное течение заключений специалистов без вмешательства. Рейтинговым агентствам нужно содействовать в том, чтобы они выражали заключения специалистов обо всем рынке, не только в тех ситуациях, когда им будут платить эмитенты.

Таким образом, отметим, что развитие в республике рейтинговой деятельности является исключительно важной. Мы понимаем, что потребность инвесторов в таком виде услуг определенно существует. В то же время, форсированное развитие данного вида услуг со стороны государства явилось бы, на наш взгляд, предоставлением некачественной информации, которая в последствии усугубила бы положение инвесторов. Поэтому подобная специализированная информация, находящаяся на стыке финансового анализа и информации позитивно повлияла бы на выбор инвесторов, главным образом не являющихся разборчивыми специалистами в выборе хорошего эмитента для размещения своих средств.

**Глава IV. ОСНОВНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ  
СОВЕРШЕНСТВОВАНИЯ  
ГОСУДАРСТВЕННОГО  
РЕГУЛИРОВАНИЯ РЫНКА  
ЦЕННЫХ БУМАГ  
В КЫРГЫЗСКОЙ РЕСПУБЛИКЕ**

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 капиталов.

В историческом аспекте развитых рыночных государств рынок ценных бумаг не имел целостного и глубокого регулирования со стороны государства. Игра на рынке ценных бумаг воспринималась больше как азартная игра, а цены и прибыль торговцев являлись чисто спекулятивными и стихийными. Участие государства в регулировании данного сектора экономики было минимальным. Со временем объем ценных бумаг, который находился в рыночном обороте, возрос многократно и начал серьезно влиять на экономику в целом, поскольку ценные бумаги впитали в себя большую часть денег.

Ярким примером осознания необходимости глубокого регулирования со стороны государства является опыт США. После великой экономической депрессии, которая произошла в Америке в 30-х годах прошлого столетия и была отчасти вызвана обвалом рынка ценных бумаг, основанного спекулятивной игрой на бирже. Такое положение привело к необходимости принятия специального закона и образования Американской комиссии по ценным бумагам и фондовым биржам, государственного органа регулирования и надзора на рынке ценных бумаг США.

В Кыргызской Республике с началом рыночных реформ постановлением Кабинета Министров Республики Кыргызстан «О создании Государственного агентства по надзору за операциями с ценными бумагами при Кабинете Министров Республики Кыргызстан» от 2 июля 1991 года № 323 было образовано специализированное агентство по надзору за операциями с ценными бумагами на базе управления Министерства финансов.

Указом Президента Кыргызской Республики «О Национальной комиссии по рынку ценных бумаг» от 7 сентября 1996 года была образована Национальная комиссия по рынку ценных бумаг при Президенте Кыргызской Республики.

Переходя к вопросам регулирования рынка ценных бумаг следует отметить, что данная система включает: регулятивные органы (государственные органы и саморегулирующиеся 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 саморегулирующимися организациями), традиции и обычаи.

Основная регулирующая роль на рынке ценных бумаг принадлежит государству. Наряду с государством, по опыту мировой практики для стран с развитыми отношениями на рынке капиталов и большого количества профессиональных участников, регулированием заняты и само регулируемые организации (добровольными объединениями профессиональных участников рынка ценных бумаг) имеющие на то специальное разрешение государства. 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 их участников.

По глубине регулирования можно выделить методы, основанные на жестких, детально расписанных правилах и формальных процедурах, детальном контроле за их соблюдением

и базирующиеся на широком использовании, наряду с жесткими предписаниями, неформальных договоренностей, традиций, рекомендаций, согласованного стиля поведения, переговоров по разрешению сложных ситуаций и т.п.

Как уже было отмечено выше, рынок капиталов в Кыргызской Республике является новым образованием как в структуре экономики в целом, так и в менталитете населения. Если категория ценных бумаг и существовала в форме отдельных договоров и контрактов, или в форме отдельных экземпляров эмиссионных ценных бумаг, то в целом отсутствовала индустрия обращения и ликвидности данного финансового инструмента. Это коренным образом отличалось от ситуации в других странах постсоветского пространства, где данный сектор экономики существовал и имел свою историю, корни, традиции. Вопрос заключался в том, как быстрее наладить существовавшие ранее рыночные отношения на фондовом рынке.

В этой связи в период зарождения данного сектора экономики регулятивная роль государства является исключительно важной. Регулятивные функции государства в зарождающихся рынках капитала должны преследовать следующие основные цели:

1) образование и развитие законодательного обеспечения понятий и категорий рынка ценных бумаг, место его в экономике страны и структуре гражданских отношений, развитие и защита прав, которые являются неотъемлемой частью ценных бумаг;

2) образование и стимулирование развития основных видов ценных бумаг, а также развитие финансовых инструментов, способствующих динамичному развитию отношений на рынке капиталов страны в целом;

3) стимулирование образования и развития инфраструктурных институтов рынка ценных бумаг, включающие фондовые биржи, депозитарии и т.п., обеспечивающие эффективное обращение ценных бумаг;

4) формирование активных субъектов рынка ценных бумаг в лице лицензируемых профессиональных участников рынка ценных бумаг;

5) развитие устойчивых отношений и стимулирование укрепления основных традиций и этики добросовестного бизнеса, характерных для данного рынка. Постепенное формирование саморегулируемых организаций, основанных на самоконтроле и само надзоре.

#### **4.1. Степень развития законодательной базы для регулирования отношений на рынке ценных бумаг**

С началом обретения независимости и проведения экономических реформ в 1991 году был принят Закон Кыргызской Республики «О ценных бумагах и фондовых биржах». Настоящий Закон Кыргызской Республики стал стартовым и послужил началом в формировании рыночных отношений на фондовом рынке республики. Следует отметить, что Кыргызстан принял одним из первых на постсоветском пространстве такого рода Закон. Однако данный закон был разработан еще в советской административной системе хозяйствования и соответственно не отвечал быстро изменяющимся требованиям рыночной реформы, которая большими темпами происходила в республике. Новые отношения, возникавшие между субъектами рыночных отношений поставили очень много противоречивых вопросов, которые можно было разрешить только при помощи существенных изменений и дополнений в действующее законодательство.

Для решения настоящих вопросов в 1998 году был принят Закон Кыргызской Республики «О рынке ценных бумаг», который является более прогрессивным вариантом регулирования и отвечает современным требованиям развития рынка ценных бумаг. В данном законе более детально расписаны и регулируются взаимоотношения на рынке ценных бумаг, а также порядок осуществления государственного регулирования и надзора.

Другим основным Законом, регулирующим деятельность инвестиционных фондов является Закон Кыргызской Республики «Об инвестиционных фондах», принятый в 1999 году. Важным Законом, регулирующим отношения в акционерных обществах является Закон Кыргызской Республики «О хозяйственных обществах и товариществах».

Как было отмечено выше, в 1996 году с образованием Национальной комиссии по рынку ценных бумаг при Президенте Кыргызской Республики и приданием ей функции и права разработки и утверждения нормативных актов, регулирующие отношения, возникающие на рынке ценных бумаг, последовало динамичное развитие нормативно-правовой базы. В настоящий момент порядка 100 нормативных правовых актов, разработанных специалистами Государственной комиссии при Правительстве Кыргызской Республики по рынку ценных бумаг, регулируют конкретные отношения на рынке ценных бумаг.

Интенсивное развитие рынка ценных бумаг приводит к быстрому расширению и развитию нормативной базы. Только за 2000 год были разработаны следующие изменения в действующие Законы: проект Закона Кыргызской Республики «О внесении изменений и дополнений в Кодекс Кыргызской Республики об административной ответственности», разработанный ГКРЦБ в 1999 году, в 2000 году направлен Правительством Кыргызской Республики в Жогорку Кенеш; проект Закона Кыргызской Республики «О внесении изменений и дополнений в Закон Кыргызской Республики «О рынке ценных бумаг», разработанный ГКРЦБ в 1999 году, в 2000 году был направлен в Жогорку Кенеш Кыргызской Республики; проект Закона Кыргызской Республики «Об акционерных обществах», разработанный ГКРЦБ в 1999–2000 годы, находится на рассмотрении Жогорку Кенеш и прошел первое слушание на соответствующем комитете; проект Закона Кыргызской Республики «О внесении изменений и дополнений в Закон Кыргызской Республики «О государственной регистрации юридических лиц», направлен для рассмотрения в Правительство Кыргызской Республики.

Одним из проблемных вопросов роста уровня безопасного рынка ценных бумаг является противодействие выпуску сомнительных бумаг под названием «ценных» в обход существующему законодательству. Дело в том, что Закон Кыргызской Республики «О рынке ценных бумаг» регулирует выпуск эмиссионных ценных бумаг и главным образом корпоративных. Недобросовестные эмитенты начинают выпускать инструменты, не подпадающие под определение «эмиссионные», называют их «векселями» и таким образом обходили законодательство по раскрытию необходимой информации и регистрации таких бумаг в ГКРЦБ. При этом Кыргызская Республика еще не присоединилась к Женевской Конвенции от 1933 года «О простом и переводном векселе» и, соответственно такие бумаги не являются в полном смысле векселями. Таким образом недобросовестные эмитенты хотели использовать пробелы в законодательстве и привлекать средства населения для продажи своих рискованных бумаг.

С целью запрещения подобной практики ГКРЦБ был подготовлен и направлен проект решения, который был принят Постановлением Правительства Кыргызской Республики от 4 мая 2000 года «О дополнительных мерах по урегулированию вопросов, связанных с привлечением денежных средств населения посредством публичного размещения ценных бумаг». Данный документ послужил дополнительным ограничением против размещения так называемых «суррогатов» ценных бумаг.

С учетом вышеизложенного можно отметить, что законодательная база, регулирующая отношения субъектов на рынке ценных бумаг, имеет сегодня достаточно развитый характер и вполне отвечает требованиям дня. Нормативно – правовые акты практически охватывают государственным регулированием основные операции, производимые профессиональными участниками рынка ценных бумаг по оказанию услуг как населению, так и юридическим лицам. Другой блок вопросов затрагивает развитие корпоративного управления в обществах и связан регулированием детальных вопросов между акционерами по поводу взаимоотношений в акционерном обществе. Третий круг

вопросов касается взаимодействия различных органов государственного управления по поводу осуществления государственного регулирования в части регистрации юридических лиц, надзора за их деятельностью и общего макроэкономического мониторинга состояния экономического сектора республики в целом.

Вместе с тем, следует отметить, что существуют целые проблемные вопросы, которые на сегодня остаются не охваченными законодательством. По большей мере по тому, что в ниже перечисленных направлениях рыночные отношения на рынке ценных бумаг не «доросли» до массового характера и соответственно до уровня государственного регулирования. В отдельных случаях это можно считать благом и Кыргызстан не затронули типичные «болезни» роста характерных для других стран СНГ и развивающихся рынков.

Вопрос ограничения и регулирования выпусков суррогатов ценных бумаг является на сегодня одним из злободневных вопросов. В этой связи нуждается в уточнении само понятие ценной бумаги и разработка профилактических мероприятий по противодействию развитию выпусков подобных бумаг. Насколько будут высоки темпы роста рынка ценных бумаг в республике, насколько будет повышаться роль данного сектора на экономику в целом, настолько сильнее будет желание у недобросовестных эмитентов воспользоваться подобным методом мобилизации капитала на рынке.

Профессиональные участники фондового рынка республики не используют финансовые инструменты, применяемые в развитых рынках. Это производные ценные бумаги, такие как варранты, фьючерсы, опционы и пр. Такая ситуация в целом свидетельствует о степени неразвитости предоставляемых услуг на рынке ценных бумаг со стороны лицензированных профессиональных участников, отсутствие традиций делового поведения и кодекса чести, с другой стороны это свидетельствует в первую очередь о низкой ликвидности рынка корпоративных бумаг и об отсутствии давления свободных финансов на рынок, низкой вовлеченности таких основных финансовых институтов, как коммерческие банки и небанковские финансовые учреждения в рынок капиталов республики. Практика использования подобных инструментов намного расширила бы возможности инвестирования свободных денег в экономику. Для объективности следует отметить, что практически на всех рынках постсоветского пространства наблюдается подобная ситуация. Практическое отсутствие каких-либо движений на рынке производных ценных бумаг и сертификатов собственности на первичные ценные бумаги приводит к нецелесообразности государственного регулирования выпуска и обращения таких бумаг на настоящий момент.

Гражданский кодекс и существующее законодательство дает право на обращение только именных корпоративных ценных бумаг. В то же время в мировой практике широко используются предъявительские ценные бумаги, включая акции. Такая практика позволяет шире и маневреннее использовать различные финансовые инструменты для эффективной мобилизации капитала на рынке для развития производства. С другой стороны, должна существовать и быть развитой система правового надзора со стороны государственных органов и объективная и компетентная система судебного разбирательства. Введение такой категории, как выпуск акций на предъявителя может коренным образом изменить инфраструктуру рынка ценных бумаг.

Среди других проблемных вопросов, которые сегодня не регулируются в достаточной степени государством и регулирование которых необходимо будет осуществлять уже в ближайшей перспективе являются следующие:

— трастовые и иные финансовые компании, формирующие смешанные портфели активов и не подпадающие под критерии, предъявляемые к инвестиционным институтам (их деятельность не запрещена);

— система надзора за финансовым состоянием инвестиционных институтов (за исключением инвестиционных фондов), которая включает требования к ним по

ликвидности, резервированию средств, качеству активов, величине сделок на одного клиента, нормы достаточности капитала давно устарели;

— системы защиты инвесторов от банкротства небанковских инвестиционных институтов;

— существуют многочисленные способы обхода требований к профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг и ее лицензированию;

— правовой статус саморегулирующихся организаций и порядок передачи им государством части своих надзорных и иных функций;

— порядок обращения ценных бумаг иностранных эмитентов, особенности деятельности на рынке инвестиционных институтов, являющимися иностранными лицами, и отечественных компаний по ценным бумагам на зарубежных рынках;

— торговые сделки с использованием запрещенной служебной информации (инсайдерские сделки) и правовой режим, связанный с ними, регулирование «манипулирования ценами». Отсутствует перечень запрещенных видов сделок. Отсутствуют нормы контроля за аффилированными лицами (за исключением инвестиционных фондов) и «связанными сделками». Не закреплены законодательно (или кодексами саморегулирующихся организаций) правила ведения честного бизнеса на рынке ценных бумаг;

— особые условия сделок и требования по раскрытию информации к директорам, служащим и главным акционерам компании, если последние совершают сделки с ценными бумагами своего предприятия.

Таким образом на основе настоящих проблемных вопросов будут сформированы и произведены перспективные исследования и разработаны проекты новых нормативных актов, которые должны решить настоящие вопросы.

#### **4.2. Лицензирование как форма государственного регулирования 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.

Под профессиональной деятельностью на рынке ценных бумаг понимаются виды профессиональной деятельности, определенные Законом Кыргызской Республики «О рынке ценных бумаг», брокерская, дилерская, депозитарная, инвестиционного фонда, клиринговая, по доверительному управлению ценными бумагами, инвестиционного консультанта, по ведению реестра владельцев ценных бумаг, по организации торговли на рынке ценных бумаг, по управлению инвестиционным фондом.

Деятельность лицензированных профессиональных участников 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 имеет целью упорядочение рыночных отношений, придание ему цивилизованных форм, предупреждение злоупотреблений на рынке ценных бумаг, защиту интересов инвесторов и общества в целом.

В соответствии со ст.7 вышеуказанного Закона профессиональную деятельность на рынке ценных бумаг могут осуществлять юридические и физические лица, исключительно на основании специального разрешения — лицензии на соответствующий вид профессиональной деятельности по ценным бумагам.

Занятие деятельностью на рынке ценных бумаг без лицензии — влечет наложение административного штрафа на должностных лиц от пяти до пятнадцати минимальных размеров заработной платы (ст. 329 Административного кодекса Кыргызской Республики). При повторных правонарушениях вопрос рассматривается в установленном Уголовным кодексом Кыргызской Республики порядке. Доходы, полученные от осуществления профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг без лицензии ГКРЦБ, изымаются в республиканский бюджет.

Порядок выдачи, приостановления действия и отзыва лицензий на право ведения профессиональной деятельности по ценным бумагам определены Положением о порядке лицензирования профессиональной деятельности по ценным бумагам, утвержденного постановлением Правительства Кыргызской Республики от 4 июня 1999 года № 312 (В редакции постановления Правительства Кыргызской Республики от 14 января 2000 года №15).

Осуществление лицензирования различных видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, а также отзыв указанных лицензий в случае нарушения требований законодательства Кыргызской Республики требуют коллегиального принятия решений ГКРЦБ.

Для получения лицензии на профессиональную деятельность на рынке ценных бумаг ГКРЦБ устанавливает для профессиональных участников рынка ценных бумаг следующие требования:

- 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.

Следует отметить, что 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 соответствовать квалификационным требованиям, предъявляемым ГКРЦБ.

В соответствии с Законом Кыргызской Республики «О рынке ценных бумаг» 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 в области профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг.

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.

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 позволит решить также 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.

### **4.3. Раскрытие информации, как механизм обеспечения финансовой прозрачности деятельности эмитента ценных бумаг**

Важное значение для эффективного развития рынка ценных бумаг имеет его прозрачность, то есть доступность всей информации, позволяющей принимать решение о приобретении или отчуждении ценных бумаг. Одним из главных условий обеспечения прозрачности рынка ценных бумаг является раскрытие информации на рынке ценных бумаг. Раскрытие информации на рынке ценных бумаг является одним из наиболее существенных условий его функционирования.

Раскрытие информации на рынке ценных бумаг означает обеспечение ее доступности всем заинтересованным в этом лицам независимо от целей получения данной информации.

Ведущая роль на рынке ценных бумаг принадлежит эмитентам ценных бумаг — поставщикам финансовых инструментов рынка ценных бумаг. Следовательно, раскрытие информации эмитентом ценных бумаг имеет большое значение для развития фондового рынка.

Информационная открытость для 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-хозяйственной деятельности, о его ценных бумагах, чтобы они могли проанализировать целесообразность приобретения или отчуждения данных ценных бумаг.

Эмитентов ценных бумаг можно условно разделить на несколько групп. Первая группа 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 компаний — это компании, испытывающие финансовые трудности, и остро нуждающиеся в инвестициях. Их руководство готово поделить 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. Как было отмечено, информационная открытость эмитента, положительным образом влияет на ликвидность его ценных бумаг.

Тем самым, акционеры таких 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.

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 о приобретении ценных бумаг, ознакомившись с проспектом эмиссии или другим документом, раскрывающим информацию об эмитенте. Это влечет за собой мобилизацию свободных средств населения или юридических лиц к эмитенту.

Одним из главных целей 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.

Как уже было отмечено выше, информации о себе должны раскрывать все участники рынка ценных бумаг, 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.

### **Порядок раскрытия информации эмитентами ценных бумаг**

Особая роль в системе раскрытия информации отводится ГКРЦБ, который следит за порядком раскрытия информации и обеспечения 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 раскрытия, объема и форм раскрываемой информации.

С этой целью ГКРЦБ регулярно выпускает пресс-релиз, где освещаются основные события, происходящие на рынке ценных бумаг, и публикуются списки эмитентов, зарегистрировавших выпуски ценных бумаг, осуществляет надзор за раскрытием информации эмитентами ценных бумаг.

Основными законодательными актами, регулирующими порядок раскрытия информации эмитентами ценных бумаг, являются Гражданский кодекс Кыргызской Республики, Законы Кыргызской Республики «О рынке ценных бумаг», «О хозяйственных товариществах и обществах», а также следующие нормативные документы, разработанные ГКРЦБ: правила учета и отчетности в акционерных обществах; положение о ежеквартальном отчете эмитента эмиссионных ценных бумаг; положение 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.

Существуют различные методы раскрытия информации эмитентами, если они в этом заинтересованы. Также существуют основные методы раскрытия информации, установленные законодательством. Это обязательное опубликование для всеобщего сведения годового бухгалтерского баланса, отчета о финансовых результатах и иные сведения. Во-вторых, годовые, ежеквартальные отчеты по ценным бумагам. В третьих, регистрация проспекта эмиссии ценных бумаг и обеспечение доступа содержащейся в нем информации. А также, в виде сообщения о существенных фактах, затрагивающих финансово-хозяйственную деятельность эмитента.

Годовой отчет по ценным бумагам составляется по итогам каждого завершенного финансового года. Он должен быть принят уполномоченным органом эмитента и представлен в ГКРЦБ. Годовой отчет должен предоставляться владельцам ценных бумаг эмитента по их требованию.

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.

Эмитенты, выпуск ценных бумаг которых сопровождался регистрацией проспекта эмиссии, обязаны составлять ежеквартальный отчет по ценным бумагам.

Ежеквартальный отчет представляется в ГКРЦБ и предоставляется владельцам ценных бумаг по их требованию. Он 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.

В случаях, когда выпуск ценных бумаг эмитента сопровождался регистрацией проспекта эмиссии, эмитент обязан раскрыть информацию о своих ценных бумагах и своей финансово-хозяйственной деятельности в форме ежеквартального отчета и сообщения о существенных фактах, затрагивающих финансово-хозяйственную деятельность эмитента.

Сообщения о существенных фактах направляются в ГКРЦБ, а также должны быть опубликованы в печатных средствах массовой информации. Сообщениями о существенных фактах, затрагивающих финансово-хозяйственную деятельность эмитента, 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 пр.

Важную роль в раскрытии информации играет проспект эмиссии ценных бумаг. Проспект эмиссии — это документ, издаваемый эмитентом ценных бумаг и содержащий информацию об эмитенте и выпускаемых им ценных бумагах. В соответствии с законодательством республики 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, сведения 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.

Самый простой способ получения информации — изучение таблицы сделок с акциями за определенный промежуток времени. Но существуют и иные источники, предоставляющие сведения, необходимые для взвешенной оценки как ценных бумаг, так и их эмитентов. Немаловажное значение при оценке эмитента имеют сведения о руководителях эмитента, об основных видах его деятельности, о перспективах эмитента, о решениях общих собраний акционеров и др. сведения об эмитенте.

Главным источником информации об эмитенте является его финансовая отчетность. Информация о финансовом состоянии является определяющей при оценке состояния эмитента. Любая отчетность без приложенных к нему финансовых показателей эмитента не даст полного представления об эмитенте. Без финансовой информации невозможно определить финансовую устойчивость эмитента.

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.

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.

Кодекс Кыргызской Республики об административной ответственности предусматривает административные санкции к таким руководителям. Данным кодексом также предусмотрено ответственность эмитентов за искажение представляемой информации.

Еще одна проблема возникла на сегодняшний день в связи с переходом на международные стандарты бухгалтерского учета. Это приводит к несопоставимости финансовой информации, представленной в отчетности за различные периоды времени, так как с точки зрения пользователя финансовой отчетности сопоставимость представленных данных является ключевым условием при их анализе и принятии решений об инвестировании, кредитовании и т.д.

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 возникает необходимость создания центра, где будет накапливаться информация, куда при необходимости могут обратиться заинтересованные лица для получения требуемой им информации.

В связи с развитием информационных технологий целесообразно рассмотреть вопросы размещения раскрываемой информации в специально созданной для этого страничке в сети «Интернета», что увеличит возможность привлечения иностранного капитала в предприятия республики.

Несмотря на существующие проблемы и недостатки в вопросах раскрытия информации эмитентами ценных бумаг, фундамент для обеспечения информационной открытости эмитентов ценных бумаг заложен.

#### **4.4. Совершенствование государственного надзора на рынке ценных бумаг**

Основной стратегической задачей системы государственного регулирования рынка является обеспечение соблюдения законодательства республики по ценным бумагам всех его субъектов, при которых рынок ценных бумаг наиболее эффективно выполняет свои основные макроэкономические функции — мобилизацию свободных ресурсов для

развития экономики и формирование доходов и надежных инструментов сбережения для населения.

Поскольку рынок ценных бумаг является одним из механизмов аккумуляции и распределения финансовых ресурсов, главной задачей является защита прав инвесторов и обеспечение правопорядка на рынке ценных бумаг. Такие действия направлены для решения основной задачи — обеспечение доверия инвесторов к данному рынку.

В деятельности ГКРЦБ как органа государственного регулирования и контроля на рынке ценных бумаг можно рассмотреть два основных уровня обеспечения правопорядка, так называемые бюрократический и надзорный. На первом, бюрократическом уровне в процессе подготовки и регистрации эмиссий ценных бумаг, выдачи квалификационных свидетельств и лицензий профессиональных участников ценных бумаг происходит интенсивная юридическая подготовка на соответствие законодательству по рынку ценных бумаг, как документов для регистрации эмиссии, так и выдачи соответствующих разрешений на профессиональную деятельность на данном рынке.

Другим уровнем контроля является осуществление ГКРЦБ надзорных мероприятий по правильному и единообразному исполнению участниками рыночных взаимоотношений соответствующего законодательства. Надзорные функции ГКРЦБ осуществляются путем проверки деятельности эмитентов на предмет соответствия законодательству о рынке ценных бумаг, лицензированных профессиональных участников рынка ценных бумаг, а также работа по жалобам и письмами населения и т.д.

Следует рассмотреть основные принципы и методы государственного надзора на рынке ценных бумаг, которые являются составной частью государственного регулирования и обеспечивают равные условия деятельности его участников. Для достижения поставленных целей государственные регулятивные органы используют как правовые, административные, так и экономические методы воздействия на рынок ценных бумаг, включая делегирование части контролирующих полномочий саморегулируемым организациям профессиональных участников рынка ценных бумаг.

В соответствии со ст. 3 Закона Кыргызской Республики «О рынке ценных бумаг» государственное регулирование и контроль за деятельностью на рынке ценных бумаг осуществляет ГКРЦБ как уполномоченный государственный орган управления, наделенный специальными полномочиями, а также обеспечивающий гарантии от имени государства интересам инвесторов и исполнению прав, заключенных в ценных бумагах, а также какого-либо политического давления на участников рынка.

Соответствующее специальное подразделение ГКРЦБ несет ответственность за обнаружение и расследование нарушений законов и подзаконных нормативных актов по ценным бумагам в гражданском и административном порядке.

В функциональные обязанности управления надзора ГКРЦБ входят следующие задачи, обеспечение соблюдения и исполнения законодательства Кыргызской Республики по ценным бумагам, защита прав и интересов инвесторов и акционеров, проведение проверок деятельности эмитентов и профессиональных участников рынка ценных бумаг по вопросам соблюдения законодательства Кыргызской Республики по ценным бумагам, осуществление контроля за соблюдением эмитентами и профессиональными участниками рынка ценных бумаг требований законодательства Кыргызской Республики о ценных бумагах, правил, стандартов, постановлений и инструкций ГКРЦБ, осуществление контроля за реорганизацией профессионального участника рынка ценных бумаг, участие в разработках основных направлений развития рынка ценных бумаг и его координации.

Осуществление 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 изучения процесса становления надзорной работы, проведенной за все прошедшие годы, необходимо проанализировать наиболее характерные нарушения, выявленные за годы существования рынка ценных бумаг в Кыргызстане и меры, принятые по ним.

Так, анализ выявляемых 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. Данные за 1994 и 1995 годы, свидетельствуют о том, что на конец 1994 и начало 1995 годов пришелся пик деятельности фирм, специализировавшихся на привлечении денежных средств населения. В связи с этим в течение 1994—1995 годов были приняты Указы Президента Кыргызской Республики, регулирующие привлечение денежных средств населения и ограничили возможности незаконной деятельности недобросовестного предпринимательства на финансовом рынке.

Повышенное внимание уделялось взятию под контроль деятельность фирм, привлекавших свободные денежные средства граждан республики в обмен на акции, не прошедших государственную регистрацию, либо выпущенные и прошедшие регистрацию вне территории Кыргызской Республики.

Основными нарушениями в акционерных обществах в то время являлись: выпуск акций без соответствующей регистрации, несоответствие уставов обществ законодательству, не распределение доли трудового коллектива среди работников, выкуп доли трудового коллектива за счет прибыли и т.д.

В 1994 году Государственное агентство при Правительстве Кыргызской Республики по ценным бумагам (далее — Госагценбумаг) провело ряд проверок акционерных обществ, инвестиционных фондов и других профессиональных участников рынка ценных бумаг.

В 1995 году сотрудниками Госагценбумаг при проверках участников фондового рынка выявлялись следующие виды нарушений: неправильное ведение реестра акционеров, отказ акционерными обществами включать в реестр новых акционеров после завершения купонных и денежных аукционов, непредставление отчетности о финансово-хозяйственной деятельности. В то время у Госагценбумаг отсутствовали эффективные меры воздействия на нарушителей, кроме как разъяснительной работы.

За незаконное распространение в республике акций «Гермес-Жаштык» в налоговую инспекцию было направлено ходатайство об изъятии в доход бюджета республики, полученный АО «Гермес-Жаштык» от размещения незарегистрированных акций.

В целях реализации Постановления Правительства Кыргызской Республики от 30.06.95 г. №255 «О неотложных мерах по финансовому оздоровлению производственного сектора и обеспечению структурных преобразований в экономике» со стороны Госагценбумаг были произведены целевые проверки акционерных обществ на предмет правильности формирования уставного фонда. По результатам проверок было установлено, что в 1996 году данный вид нарушений по удельному весу занимал 3-е место после нарушений, связанных с ведением реестра акционеров. Анализ проверок акционерных обществ на предмет правильности формирования уставного фонда показывает, что нарушения в основном были связаны с такими фактами, когда специализированные инвестиционные фонды практиковали формирование уставного фонда чисто формально, то есть взносы в уставной фонд, не успев поступить на счета в банке или в кассу общества, тут же возвращались учредителям под различными предложениями (оказание финансовой помощи, краткосрочные займы и др.), что явно противоречит законодательству и требованиям, предъявляемым «Положением об инвестиционных фондах».

Особо следует отметить о нарушениях, связанных с несвоевременным распределением акций, выкупленных трудовым коллективом на стадии приватизации предприятий и преобразования в акционерные общества. По вине руководителей акционерных обществ

акции трудового коллектива по несколько лет не распределялись среди членов трудового коллектива, тем самым, лишая потенциальных акционеров возможности в осуществлении своих законных прав по участию в управлении делами общества, в получении дивидендов и необходимой информации о деятельности акционерного общества.

В соответствии с законодательством регистрация выпусков ценных бумаг обуславливает деятельность акционерного общества, тем не менее, до принятия Указа Президента КР «О мерах по усилению ответственности за незаконный выпуск ценных бумаг» от 15 апреля 1997 г. картина на рынке ценных бумаг показывала удручающую картину. Так, до принятия указанного Постановления в Госагценбумаг в течение 1992—1996 г. зарегистрировали выпуск ценных бумаг всего 532 акционерных общества, в то время как в течение только одного 1997 года в Национальной комиссии по рынку ценных бумаг при Президенте Кыргызской Республики (далее – НКРЦБ) 550 акционерных обществ зарегистрировали свои эмиссии.

Если до 1997 года выявленные факты незаконного выпуска ценных бумаг и другие нарушения констатировались как факт правонарушений, носящих информационный характер, то со второго полугодия 1997 года стали применяться конкретные меры по проведению единой государственной политики на рынке ценных бумаг, совершенствованию и улучшению качества проводимых проверок по соблюдению законодательства по ценным бумагам и защите прав акционеров, а также взысканию в бюджет доходов, полученных от размещения ценных бумаг, не прошедших государственную регистрацию.

В 1997 году НКРЦБ было выявлено 153 фактов нарушений требований законодательства. В ходе проверки деятельности эмитентов ценных бумаг наряду с другими фактами нарушений законодательства по ценным бумагам были установлены нарушения, нанесшие ущерб акционерному обществу в связи с незаконным и не целевым использованием средств акционеров, отвлечения из оборота средств акционерного общества без их согласия. Имелись факты ущемления прав и интересов акционеров, приобретших акции на аукционах, когда в результате дробления акций на специализированных купонных аукционах номинальная стоимость акции оставалась на прежнем уровне, таким образом, некоторые акционеры в реестре отражались, как собственники неполных акций.

Особую тревогу вызывали нарушения по части ущемления неимущественных прав акционеров. Наиболее характерным являлось несоблюдение требований законодательства по ведению реестра акционеров. Это выражалось в отсутствии специализированного регистратора в открытых акционерных обществах, отказе держателя реестра акционеров во внесении записи в реестр, отказе в подтверждении права собственности на акции акционерного общества путем выдачи выписки из реестра акционеров, либо сертификата акции.

В процессе проверок участников фондового рынка немаловажное значение уделяется проверке правильности начисления и выплат дивидендов, по результатам которых устанавливалось, что многие акционерные общества и инвестиционные фонды для создания видимости успешной работы практиковали выплату дивидендов не за счет прибыли, а за счет заемных средств, либо за счет оборотных средств. Причем некоторые из них направляют незаконно начисленные дивиденды на капитализацию дополнительно выпущенных акций, что позволяет автоматически увеличить количество размещенных акций дополнительного выпуска.

Таким образом, из одного нарушения по незаконному начислению и выплате дивидендов выявлялась цепь других следующих за этим нарушений, такие как: выплата дивидендов при не полностью оплаченном уставном капитале; фальсификация в учете, отразившем искусственно полученную прибыль; выплата дивидендов, превышающая размер даже этой искусственной прибыли; отражение в отчете об итогах выпуска и

распространения акций заведомо завышенных за счет капитализации акций размеров фактически сформированного уставного фонда.

Устанавливались факты принятия неверных решений о выплате дивидендов, вследствие неверной методики расчета, либо дивиденды начислялись по принципу «своих» и «чужих». Последними были акционеры, купившие акции на специализированных купонных аукционах.

В 1998 году было выявлено более 438 фактов нарушений требований законодательства. Установлены факты злоупотреблений по расходованию средств акционеров, незаконной выплаты и расходованию дивидендов, отказ от перечисления в доход государства дивидендов от государственного пакета акций, проведения незаконных сделок и приобретения акций руководящими работниками акционерных обществ.

Также установлены другие нарушения, допущенные эмитентами и профессиональными участниками рынка ценных бумаг, связанные с выпуском ценных бумаг в период приватизации; ведением и хранением реестра акционеров; проведением общих собраний акционеров; ущемлением имущественных и неимущественных прав акционеров.

К нарушениям, которые были допущены в процессе приватизации, относятся выпуск (размещение) ценных бумаг без государственной регистрации, а также при распределении акций между учредителями в процессе преобразования государственных предприятий в акционерные общества.

ГКРЦБ также осуществляло работу по проверке деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг и саморегулируемых организаций, созданных профессиональными участниками ценных бумаг, в деятельности которых имеются многочисленные нарушения, связанные с операциями по ценным бумагам.

В ходе проверок деятельности специализированных регистраторов и брокерских фирм были выявлены грубые нарушения законодательства по ценным бумагам, в частности: осуществление безлицензионной деятельности; заключение договоров и поручений по купле-продаже ценных бумаг специалистами, не имеющими свидетельства специалиста на ведение профессиональной деятельности; осуществление сделок в нарушение «Типовых правил заключения, оформления и регистрации операций с ценными бумагами»; несвоевременная регистрация сделок у регистраторов.

По результатам проверок и на основании анализа деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг в 1998 году приостановлено действие лицензий 3 брокерских компаний, аннулировано действие лицензий и исключены из государственного реестра 22 профессиональных участников рынка ценных бумаг.

В 1999 году НКРЦБ были проведены 293 проверки.

Анализ правонарушений профучастниками на РЦБ свидетельствует о том, что наиболее распространенными видами нарушений являлись: систематическое непредставление либо неполное представление в НКРЦБ профессиональными участниками рынка ценных бумаг отчетности о своей деятельности; несвоевременное проведение общих собраний акционеров в отдельных инвестиционных фондах; неприведение учредительных документов общества в соответствие с Положением об инвестиционных фондах; несоблюдение требований нормативов достаточности собственных средств; осуществление сделок купли-продажи ценных бумаг в нарушение установленных правил заключения, оформления и регистрации операций с ценными бумагами.

Повышенное внимание при осуществлении проверок акционерных обществ уделяется правильности и своевременности проведения общих собраний акционеров. Анализ правонарушений на рынке ценных бумаг за период с 1993 по 2000 гг. свидетельствует о том, что нарушения, касающиеся превышения полномочий органов управления акционерного общества и игнорирования Правил проведения общего собрания акционеров, имеют тенденцию к росту.

Другой вывод: многие руководители акционерных обществ и лицензированные профессиональные участники сознательно не исполняют требования нормативных актов, ущемляя интересы акционеров и инвесторов.

Типичные случаи нарушения законодательства по ценным бумагам связаны также и с недобросовестным использованием конфиденциальной информации, неточным и неполным раскрытием информации об эмитентах при публичном размещении фондовых инструментов, мошенничеством профессиональных участников фондового рынка, уклонением от раскрытия сведений о покупке значительного числа акций какой-либо компании, манипуляциями на рынке.

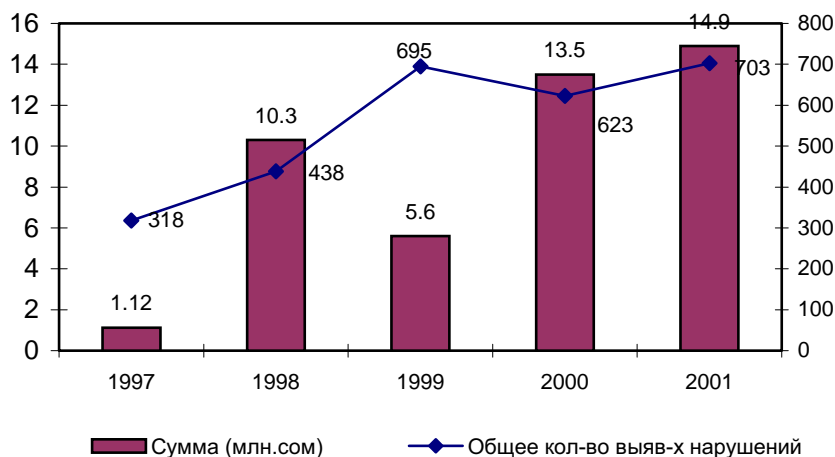
В основе нарушений, как правило, лежат многочисленные противоречия в законодательстве о рынке ценных бумаг, информационная непрозрачность рынка, неразвитость механизма саморегулирования и ассоциативных мер принуждения, отсутствие широких полномочий у ГКРЦБ. Несмотря на негативные факты у ГКРЦБ имеются отдельные инструменты воздействия на нарушителей законодательства.

До 1998 года в законодательстве Кыргызской Республики отсутствовали административные санкции за правонарушения на рынке ценных бумаг, которые создавали благоприятную почву для нарушений. Препградой нарушениям на рынке, стало принятие Кодекса Кыргызской Республики «Об административной ответственности» от 4 августа 1998 г. Предусмотренные законом штрафные санкции, в совокупности с другими правами дали ГКРЦБ действенные рычаги для наведения порядка на рынке ценных бумаг.

В Кодексе Кыргызской Республики «Об административной ответственности» предусмотрено 13 статей (ст. 327-338 и ст. 532) в качестве санкций за нарушения на рынке ценных бумаг. При этом следует отметить, что штрафные санкции колеблются от 5 до 100 минимальных размеров заработной платы.

Нарушением законодательства Кыргызской Республики по ценным бумагам является не прохождение акционерным обществом регистрации выпусков ценных бумаг. В Законе Кыргызской Республики «О рынке ценных бумаг» отмечается, что эмитент имеет право на выпуск ценных бумаг только с момента регистрации ценных бумаг и присвоения номера государственной регистрации. При установлении не регистрации выпуска акций, со стороны ГКРЦБ к нарушителям возможно применение двух видов санкций: экономических и административных. При применении экономических санкций доход, полученный от размещения ценных бумаг, не прошедших государственную регистрацию — изымается в бюджет, а при применении административных санкций на руководителей обществ налагаются административные штрафы в размере от 10 до 20 минимальных размеров заработной платы.

**Рис.27. Общее количество нарушений и суммы нарушений, выявленные ГКРЦБ в 1997-2001 гг.**



В соответствии с законодательством ГКРЦБ даны полномочия направлять эмитентам и профессиональным участникам предписания, обязательные для исполнения. Предписания об устранении нарушений направляются эмитентам и профучастникам после проведения проверок, либо рассмотрения жалоб и заявлений, поступивших в комиссию. При установлении нарушений, подпадающих под уголовную ответственность, ГКРЦБ, взаимодействуя с правоохранительными органами, при необходимости передает им материалы по данным нарушениям.

В настоящий момент в Уголовном Кодексе Кыргызской Республики не предусмотрена ответственность за такие опасные правонарушения, как недобросовестная эмиссия, выпуск суррогатов ценных бумаг, незаконное исключение владельцев ценных бумаг из реестров и так далее. Нормативно-правовая основа, необходимая для осуществления ГКРЦБ правозащитных функций, требует дальнейшего совершенствования, особенно на уровне республиканских законов. Необходимо внесение поправок в УК и УПК Кыргызской Республики, обеспечивающие введение уголовной ответственности за правонарушения на рынке ценных бумаг. Кроме того, целесообразно создание гибкой и постоянно корректируемой системы требований, правил и стандартов, регулирующий статус и операции участников фондового рынка.

### **Формы и методы осуществления надзора**

Проведению проверок предшествует изучение имеющихся материалов предыдущей проверки, а также анализ учредительных документов, проспектов эмиссий и финансовых отчетов. Причем, толчком для проведения проверок могут послужить также информация, содержащаяся в газетных статьях (недобросовестная реклама акций, реклама по предоставлению различных услуг, требующих лицензирования и др.), жалобы акционеров, частая смена бухгалтеров, рекомендации, поступившие из какого-либо органа государственного надзора.

На основании полученной информации разрабатывается программа проведения проверки, предусматривающая перечень основных вопросов, на которые следует обратить особое внимание.

При проведении проверки сотрудники Национальной комиссии в обязательном порядке включают в программу проверки следующие вопросы: правильность формирования уставного капитала; правильность ведения реестра акционеров; правильность проведения общего собрания акционеров; правильность начисления и своевременность начисления выплаты дивидендов; своевременность представления и достоверность отчета об итогах выпуска и размещения ценных бумаг.

При проведении проверок профессиональных участников рынка ценных бумаг в программу проверки обязательно включаются следующие тематические вопросы: соблюдение нормативов достаточности собственных средств; правильность начисления сборов за действие лицензии в размере 0,1% от стоимости оборота с ценными бумагами; правильность заключения сделок с ценными бумагами; соответствие действительности представленной в заявке на получение лицензии информации сведениям, отраженным в текущей отчетности.

Проверка документов и записей в учетных регистрах производится сплошным и выборочным методом. При сплошном способе проверяются все документы и записи в регистрах бухгалтерского учета. При выборочном способе проверяется часть документов. Если же выборочной проверкой устанавливаются серьезные нарушения законодательства по ценным бумагам или злоупотребления, то проверка на данном объекте проводится сплошным способом.

При встречных проверках документы и учетные данные проверяемого объекта сличаются с соответствующими документами и данными, находящимися в тех

акционерных обществах или профессиональных участниках, от которых получены или которым выданы денежные средства или материальные ценности.

Проверки осуществляются в соответствии с годовыми планами работ и квартальными графиками проверок, в которые включаются в первую очередь акционерные общества со значительным объемом выпуска ценных бумаг, а также допускающие нарушения по порядку представления отчетности по итогам выпуска и распространения ценных бумаг.

Другая важная часть роли ГКРЦБ — это рассмотрение и проверка фактов, указанных в жалобах и заявлениях акционеров. Данная работа направлена на реализацию одной из важных задач ГКРЦБ, связанной с защитой прав инвесторов.

Анализ жалоб и заявлений, поступивших в ГКРЦБ, свидетельствует, что за последнее время акционеры стали больше интересоваться правовыми актами, защищающими их права, принимать активное участие в деятельности органов управления акционерных обществ. Этому в немалой степени способствует проводимая ГКРЦБ непосредственно в ходе проверок разъяснительная работа, а также через средства массовой информации.

Реализация функции контроля требует от ГКРЦБ ведения непрерывного мониторинга рынка ценных бумаг с целью выявления совершаемых на нем правонарушений. Эта функция является наиболее дорогостоящей, поскольку требует привлечения значительных материальных ресурсов. Например, в США контрольно-надзорные функции во многом переложены на самих участников рынка в лице созданных ими саморегулируемых организаций.

Интересным представляется изучение на фактическом материале судебных разбирательств, связанных с ценными бумагами в Кыргызской Республике. Наблюдаемой тенденцией является все большее количество дел рассматриваемых судебными органами. Анализ таких дел показывает, что Государственная комиссия по рынку ценных бумаг участвует в них в различных аспектах, не только в качестве государственного регулятора, но также в качестве истца и ответчика. Такие первые опыты цивилизованного разбирательства через судебные органы набирают сегодня все большие объемы. При этом постановка вопросов в исках и рассматриваемые споры носят все более сложный характер, что указывает на необходимость и направления развития законодательной базы рынка ценных бумаг.

В соответствии с законодательством Кыргызской Республики по ценным бумагам, в целях предотвращения нарушений на рынке, ГКРЦБ даны полномочия налагать административные санкции в виде штрафов на должностных лиц общества. Однако как показывает анализ, многочисленны случаи отказа от оплаты административных штрафов. В подобных случаях ГКРЦБ обращается в судебные инстанции, в частности к судебным исполнителям для принудительного обращения взыскания на имущество должника. К сожалению, отсутствие достаточного количества судебных исполнителей не всегда приводит к ожидаемым результатам.

В настоящее время наблюдается всплеск очередного передела собственности в акционерных обществах, при этом инструментом борьбы за влияние становятся судебные органы республики. Борьба за контроль акционерным обществом становится достоянием гласности общественности и вызывают достаточно большой резонанс. При этом следует констатировать сожаление, что не всегда судебные решения защищают права и интересы акционеров. К примеру можно привести незаконченные судебные разбирательства по правам собственности на акции АО «Кадам», АО «Электротехник», АО «Кербен Момо-Жемиш» и во многих других акционерных обществах.

Острыми проблемами в республике остаются недостаточная компетентность судей в вопросах ценных бумаг и корпоративного управления, высокий уровень коррупции, а также попытки «повлиять» на судебные решения. Поэтому часто, даже имея все основания для защиты своих прав через суд, акционеры в ряде случаев предпочитают не делать этого, не веря в реальную возможность защиты своих имущественных и неимущественных прав.

Тем не менее, позитивным моментом является то, в арбитражных судах республики растет количество дел, связанных с ценными бумагами. Стороны стали активнее защищать свои интересы в судах.

В условиях высокого уровня коррупции и отсутствия достаточной судебной практики, судебные дела превращаются в «игру без правил», победителями в которой оказываются наиболее сильные и влиятельные участники. Больше всего страдают от такого положения дел портфельные инвесторы и мелкие акционеры.

Очевидно, что происходящие сегодня процессы требуют совершенствования правового регулирования и усиления регламентации отношений на рынке ценных бумаг. Необходима тесная кооперация и координация работы ГКРЦБ и судов всех юрисдикции.

В монографии на примере приведены и рассмотрены факты участия ГКРЦБ в судах в качестве ответчика и истца. ГКРЦБ при недостаточности полномочий на принятия решений по отдельным вопросам обращается в суды в качестве истца, при этом ГКРЦБ выступает в качестве ответчика в случаях, когда юридические и физические лица считают ущемленными их законные права.

Так, по делу АО «Кимбек» ГКРЦБ обратилось в арбитражный суд г. Бишкек с требованием признать учредительный выпуск ценных бумаг недействительным, на основании отсутствия решения акционеров АО «Жанар» о создании ДАО «Жанартранссервис», в последующем преобразованного в АО «Кимбек». После изучения всех материалов дела суд принял позицию ГКРЦБ и удовлетворил соответствующий иск.

Случаи, в которых ГКРЦБ выступала ответчиком, были связаны с нормативными правовыми актами, принятыми комиссией, а также деятельностью ГКРЦБ по обеспечению надзора и контроля на рынке ценных бумаг.

Выше рассматривался вопрос состояния развития саморегулируемых организаций. Саморегулируемые организации не имеют опыта, надзора за своими членами, уровнем их образованности и профессиональной культуры, не выработаны традиции и так называемые кодексы поведения членов ассоциаций. Поэтому одна из задач ГКРЦБ состоит в том, чтобы оказать содействие в формировании функции ассоциативного контроля в рамках саморегулируемых организаций.

Политика ГКРЦБ направлена на регулирование фондового рынка совместно с профессиональными участниками и в ближайшей перспективе, необходимо осуществить ряд первоочередных мероприятий в сфере предотвращения нарушений на рынке ценных бумаг именно со стороны профессиональных участников фондового рынка. Это повышение статуса саморегулируемых организаций, передача части полномочий по контролю и регулированию таким организациям, а также наложению штрафов на нарушителей законодательства. Профессиональным участникам следует также передать отдельные полномочия по выработке правил и стандартов рынка, введение жестких правовых требований к участникам рынка по раскрытию информации о результатах и объемах сделок.

Потребность саморегулирования на рынке ценных бумаг обусловлена и объективными причинами. Основные цели и интересы государства и профессиональных участников рынка во многом совпадают. Это повышение надежности рынка и ликвидности, развитие рыночной инфраструктуры, создание правовой базы, обеспечивающей стабильность рынка и безопасность работы на нем. Следовательно, можно говорить о партнерстве и взаимодействии государственных и рыночных регуляторов в данной сфере.

Основные правила деятельности СРО должны включать в себя: требования добросовестности членов организации, достаточности капитала и кредитоспособности, правильности ведения дел и учета, компетентности управляющих и специалистов. Деятельность самих СРО должна осуществляться под контролем ГКРЦБ в соответствии со специальным законодательным актом с целью избежания возможности игнорирования организациями общественных интересов в угоду интересам корпоративным и

профессиональной области дублирующих СРО, наделенных регулируемыми функциями, ввиду усложнения и удорожания в этом случае системы контроля и появления ненужной конкуренции между ними.

На наш взгляд, такой подход к государственному надзору на рынке ценных бумаг носит временный характер и вызван больше недоразумением в процессе формирования правительственной политики ограничения проверок предпринимательской деятельности. В скором времени данная ошибка должна быть исправлена, поскольку сильный надзор на рынке ценных бумаг обеспечивает права третьих лиц, которые через лицензированных участников фондового рынка является добросовестными приобретателями ценных бумаг, при этом сами не являются участниками рынка и могут не иметь никакого отношения к предпринимательской деятельности в целом.

Следует специально отметить, что в последнее время сложилось несколько неправильное представление о системе контроля на рынке ценных бумаг и порядка проведения различных проверок на нем. Правительство Кыргызской Республики совершенно оправданно, преследуя цель облегчения предпринимательской деятельности и защиты данного сектора от злоупотреблений со стороны проверяющих государственных органов, проводит политику ограничения таких проверок. Во многом это целесообразно и прогрессивно. Но непродуманный подход в процессе серийного тиражирования в отношении всех секторов экономики республики и в особенности финансового может привести к образованию и накоплению больших проблем и кризисных тенденций в экономике в целом.

Так, ГКРЦБ сегодня разрешено проверять только на основе поступивших жалоб со стороны населения. Это в целом привело к тому, что наблюдая нарушения со стороны лицензированных профессиональных участников, которые можно обнаружить и на основе отчетной информации, невозможно удостовериться и соответственно зафиксировать в установленном законодательством порядке даже для того, чтобы приостановить или отозвать соответствующую лицензию. Такая порочная практика может привести к фактам массового мошенничества или правонарушений со стороны недобросовестных профессиональных участников, руководителей эмитентов. Такие действия надолго оттолкнули доверие населения к данному сектору, которое в настоящее время нельзя назвать существенным. С другой стороны, в целом ухудшает инвестиционный климат республики на финансовом рынке, который нельзя назвать сегодня благоприятным. Как известно, прозрачность и надежность операций на финансовом рынке можно получить только за счет эффективного надзора и в первую очередь государственного.

## Заключение

Проблема развития рынка капиталов, как нового сектора экономики республики, выполняющего задачу мобилизации капитала для производства, а также обеспечивающего перелив инвестиций в сектор эффективных предприятий является актуальной задачей современной государственной экономической политики.

В настоящий момент государственное регулирование рынка ценных бумаг в Кыргызской Республике в большей степени строится на принципах формирования и развития новых отношений между участниками рынка, чем непосредственно осуществление комплексного и действенного надзора. Такой подход типичен и для других постсоветских, пост социалистических стран, хотя здесь существуют различия, которые непосредственно вытекают из состояния экономического потенциала и уровня развития той или иной страны.

В рамках Международной организации комиссий по ценным бумагам (IOSCO) Кыргызстан отнесен в одну группу с такими странами, как: Южная Корея, Таиланд, Малайзия, Индонезия, Индия, Сингапур, Китай, Польша и другие. Таким образом, нашей республике еще трудно конкурировать по таким показателям, как: емкость рынка, уровень финансовой мобилизации, объем привлечения инвестиций в экономику, сложность развития инфраструктуры рынка ценных бумаг и пр. Однако, Кыргызстан движется неплохими темпами основных показателей экономического развития страны и соответственно развития отношений на рынке ценных бумаг.

Анализ роли рынка корпоративных ценных бумаг в экономическом комплексе республики, оценки развития профессиональной деятельности, новых финансовых небанковских институтов, рыночной инфраструктуры, а также методов рыночного регулирования дает основания для комплексного понимания и формирования главных направлений развития государственного регулирования.

Отдельные аспекты, отраженные в работе, послужили основанием для включения их в «Комплексную программу развития рынка ценных бумаг в Кыргызской Республике на 2002-2003 годы» для соответствующего решения в рамках государственной политики. Данная программа, в свою очередь, является составной частью Комплексной основы развития Кыргызской Республики до 2010 года, где в разделе «развитие рынка ценных бумаг» поставлены конкретные задачи по: созданию условий для мобилизации частных сбережений; эффективному использованию и перераспределению инвестиционных ресурсов; увеличению притока капитала в частный сектор; совершенствованию нормативно-правовой базы фондового рынка; обеспечению прозрачности деятельности эмитентов ценных бумаг; организации торговли долговыми обязательствами; укреплению надзора над участниками рынка ценных бумаг и увеличения притока инвестиций в развитие экономики.

При подготовке данной монографии не ставилась теоретическая цель глубокого анализа методических и методологических подходов для изучения соответствующей экономической категории. Основной целью явилось популярное изложение для понимания проблемы формирования сектора ценных бумаг для широкого круга лиц и прежде всего, интересующимся данным вопросом.

Влияние рынка ценных бумаг на развитие экономики в целом будет увеличиваться из года в год. На фоне быстрых темпов развития отдельных показателей, которые, на наш взгляд, характеризуют успешность развития этого сегмента экономики, к сожалению, существуют и отдельные препятствия, вытекающие главным образом из непонимания особенностей развития данного сектора отдельными государственными ведомствами. Преодоление такой ситуации является основанием для их соответствующего решения на государственном уровне, что в свою очередь непосредственно повлияло бы на более быстрые и качественные темпы развития рынка ценных бумаг.

В настоящий момент остаются без развития такие важные финансовые инструменты как муниципальные облигации. С другой стороны, муниципальные заимствования могли бы решить вопросы достаточного финансирования промышленности, строительства транспортных магистралей, создания объектов социальной инфраструктуры, что в конечном итоге влечет за собой экономический рост.

Пока еще не имеют обращения на территории республики такие виды финансовых инструментов, как ипотечные ценные бумаги, жилищные сертификаты, производные ценные бумаги и др. Все это ставит новые задачи по развитию и регулированию рынка капиталов.

Для динамичного развития рынка капиталов необходимо обеспечить помимо проведения политики поддержки и стимулирования развития рынка ценных бумаг также и другие направления включающие решение различных вопросов, связанных с дальнейшим его развитием.

Необходимо усиленное формирование полноценной законодательной базы рынка ценных бумаг. В настоящее время действует Закон Кыргызской Республики «О рынке ценных бумаг», «Об инвестиционных фондах», дополнения и поправки к ним, а также проект Закона Кыргызской Республики «Об акционерных обществах» находятся на рассмотрении Жогорку Кенеша Кыргызской Республики. Следующий этап – создание законодательной базы, регулирующей вопрос защиты интересов и прав инвесторов, а также создание Фонда защиты инвесторов, который должен стать своеобразным страховым механизмом, гарантирующим соблюдение прав вкладчиков при банкротстве профессионального участника рынка, которому инвестор доверил свои деньги. Отдельной задачей является внедрение корпоративных принципов управления в акционерных обществах.

Должен найти развитие Государственный фонд хранения и обработки информации, основной задачей которой, также является обеспечение гарантий законности и правильности перехода прав владения ценными бумагами их владельцами.

Важно целенаправленное проведение государственной политики поддержки организованного рынка ценных бумаг. Для этого надо обеспечить исполнение Указа Президента Кыргызской Республики, «О мерах по дальнейшему развитию организованного рынка ценных бумаг» от 10 мая 1999 г., в том числе обеспечить продажу неконтрольных государственных пакетов акций компаний, составляющих до 30 процентов их общей стоимости, через лицензированных организаторов торговли на рынке ценных бумаг. Эта мера обеспечила бы прозрачность для инвесторов при продаже ценных бумаг, существенно стимулировав этим формирование организованного рынка ценных бумаг. Реализация этих мер позволяет не только увеличить активность на организованном рынке ценных бумаг, но и дает толчок к формированию полноценной клиентской сети по всей республике, тем самым существенно облегчится доступность широкого слоя населения к рынку капиталов республики.

Необходимо приложить усилия в вопросах широкого консультирования эмитентов в целях активизации торговли ценными бумагами, а также размещения части отечественных пакетов акций акционерных обществ на международных финансовых рынках для привлечения иностранных инвестиций в сектор предприятий.

Повышения качества проводимой приватизации и решение проблемы справедливой оценки рыночной стоимости предприятий может быть решено при помощи фондовой биржи на основе анализа биржевых котировок ценных бумаг акционерных обществ.

Необходима постоянная работа над созданием благоприятных условий для развития рынка ценных бумаг. Следует признать, что сегодня налогообложение операций с ценными бумагами и режим репатриации прибыли из страны более привлекательны в соседних Казахстане и Узбекистане, что ставит отечественный рынок ценных бумаг в невыгодное положение. Нынешнее несовершенство нашего законодательства по налогообложению особенно не стимулирует привлечение иностранных портфельных инвестиций в республику. В этой связи, необходимо внесение соответствующих изменений в Налоговый кодекс в части, регулирующего налогообложение по ценным бумагам с целью стимулирования привлекательности по операциям с ними, а также стимулирования предельного раскрытия информации об эмитентах и прозрачного формирования ценообразования по корпоративным финансовым инструментам.

Для привлечения крупных международных портфельных инвесторов на рынок капиталов республики фондовой бирже следует проводить целенаправленную работу для получения статуса «оффшорного фондового рынка», признаваемого Комиссией по ценным бумагам и фондовым биржам США, статуса «рынка вложения инвестиций для

японских частных и институциональных инвесторов», выдаваемого Японской ассоциацией фондовых дилеров, а также других возможных механизмов легализации и пропаганды отечественного фондового рынка.

Институциональные инвесторы являются важнейшим элементом рыночной экономики без услуг которого невозможно полноценное развитие финансового рынка. Развитие институциональных инвесторов должна дать толчок к быстрому развитию организованных рынков капитала. В республике создаются различные финансовые институты, коммерческие банки, инвестиционные фонды, страховые организации и пр. Практически все небанковские финансовые институты сегодня переживают глубокий кризис развития. Не является исключением и инвестиционные фонды, образовавшиеся в период «купонной» приватизации. Основной причиной их низкого уровня развития является состояние экономики в целом, а также «отсутствие лишних денег» у инвесторов, главным образом мелких, которые обычно являются вкладчиками таких организаций.

Проведение пенсионной реформы невозможно без создания адекватной экономической базы, необходимой для ее реализации. Укрепление финансовой устойчивости пенсионной системы следует решать посредством создания предварительных условий для успешного перехода к финансируемой системе взносов. В этой работе необходимо использовать операции на открытом рынке, в качестве фактора усиливающего связи между банковским сектором и рынком капитала. В свою очередь усиление рынка капитала должно быть осуществлено через принятие мер по расширению инвесторской базы для государственных ценных бумаг, содействию участия акционеров в биржевых рынках и выпуске корпоративных ценных бумаг, применяя систему стимулов, включающих льготное налогообложение доходов от прироста капитала.

Не получили должного развития консультационные организации обслуживающие финансовый рынок, это рейтинговые агентства. Внедрение системы рейтингов на финансовом рынке позволит обеспечить должную рыночную прозрачность о деятельности различных типов эмитентов, а также приблизить непосвященных инвесторов к возможностям рынка капиталов. Не является исключением в этом ряду и государство. Кредитный рейтинг страны, является оценкой текущей платежеспособности государственного бюджета и соответственно финансовой состоятельности правительства, успешности проводимых реформ.

Развитие рынка ценных бумаг республики осуществлялось при активной поддержке международных организаций. Хотелось бы выразить благодарность за содействие Агентству по международному сотрудничеству США (USAID) с помощью которых были подготовлены проекты различных законопроектов, поддержано создание Кыргызской фондовой биржи и Центрального депозитария, была оказана помощь в подготовке специалистов рынка ценных бумаг.

Важное значение для развития отечественного рынка ценных бумаг имеет членство Кыргызстана в Международной организации комиссий по ценным бумагам. Активное участие ГКРЦБ в работе данной организации значительно ускорит вовлечение рынка капиталов республики в мировой рынок в соответствии с международными стандартами и требованиями.

В заключение отмечу, что кыргызский рынок ценных бумаг невелик по своему объему, тем не менее, мы должны четко представлять, что он должен иметь все необходимые атрибуты современного фондового рынка и быть адаптированным к мировой системе рынков капитала. Главной задачей государственного регулирования должно стать проведение политики максимального снижения рисков для инвесторов на рынке ценных бумаг, защита имущественных и неимущественных прав инвесторов и владельцев ценных бумаг, а также обеспечение экономической безопасности и правопорядка в данном секторе экономики. Как известно, через сильный и действенный надзор обеспечиваются гарантии государства по безрисковому, безопасному проведению операций участниками на финансовом рынке, что соответственно является главным и надежным доводом благоприятного климата для инвесторов в данном специализированном секторе экономики.

Отечественный фондовый рынок должен представлять собой оптимальную модель, суть которой заключалась бы в простом управлении рынком, его компактной инфраструктуре и самое главное он должен быть абсолютно прозрачен. Только

добившись доверия со стороны инвесторов, государство сумеет на деле доказать свою способность защитить интересы инвесторов, в первую очередь мелких инвесторов.

Необходимо предусмотреть комплексное развитие различных аспектов инфраструктуры, которые обслуживают такой специфический и новый сектор экономики республики. Без динамичного развития данного сектора, который является неотъемлемой частью глобального мирового процесса, невозможно качественное и динамичное развитие реального сектора экономики республики. Без развитого фондового сектора экономики прямые инвестиции, особенно иностранные, будут больше носить случайный или единичный характер, чем закономерный, массовый, сформированные в единые финансовые потоки.

Эффективное использование потенциала рынка ценных бумаг – это не дань времени, и не только один из способов в деле по стабилизации экономики, - это фундаментальная, мощнейшая основа для инвестирования средств в реальный сектор и строительства надежного сектора экономики республики.

## Conclusion

The issue on development of the capital market, as a new sector of economy for mobilizing of the capital for real sector, and for encouraging the investment flow into effective enterprises, is an agenda of modern state economic policy.

At present state regulation of the securities market in Kyrgyzstan is rather focused on building new principles and relationship between market participants than directly on implementation the wide-ranging supervision of them. Such approach is typical for other CIS countries, although there are distinguished features in state regulation, resulted from certain conditions of economic potential and level of development of determined country.

Within the agenda of the International Organization of Securities Commissions (IOSCO) Kyrgyzstan is referred in one group with such countries, as: South Korea, Thailand, Malaysia, Indonesia, India, Singapore, China, Poland and others. Thus, it is difficult to our republic still to compete on such parameters, as: capacity of the market, level of financial mobilization, volume of attraction of the investments into economy, complexity of development of an infrastructure of the securities market and etc. However, Kyrgyzstan has quite good basic economic indicators of country development and accordingly implements improvement of attitudes in the securities market.

The analysis of the role of the market of corporate securities in economy, evaluation of development of professional activity, new financial non-bank institutions, market infrastructure, and also methods of market regulation gives the bases for both deep understanding and guidelines of state regulation progress. The separate aspects of the study were included into Comprehensive Program of Development of the Securities Market in the Kyrgyz Republic for 2002-2003 years as necessary framework of state policy. This program, in turn, is a component of Comprehensive Development Framework of the Kyrgyz Republic till to 2010. In its section of Development of the Securities Market states the following intermediate goals: to create conditions for mobilization of the private savings; to utilize and reallocate financial resources effectively; to increase inflow of the capital into real sector; to improve legal basis of the capital market; to maintain transparency of activity of the issuers the securities; to organize trade of debt securities; to strengthen supervision of the capital market participants and increase the investment inflow in economy.

While preparing study it does not focused on economic approaches of economic category. The basic purpose is simplify understanding of the issue on formation of sector of securities for a wide range of the public and first of all, for interested persons.

The role of the securities market will be increased by development of economy as a whole from year to year. On a background of economic progress, in particular the securities market indicators, unfortunately, there are also some obstacles resulted from misunderstanding of features of securities market development by certain state agencies. To overcome such obstacles requires the appropriate decision on the state level, that would affect to faster and better indicators of development of the securities market.

At present the municipal bonds, as important financial tools are not in use. At the same time the municipal borrowings could solve difficulties of sufficient financing of industry, construction of transport highways, building social infrastructure, those finally promote economic growth.

At present there are a number of financial tools such as ипотечные securities, housing certificates, derivatives, etc. are not in circulation. All of them are inputted into policy development as new tasks and regulation of the capital market.

For economic progress besides realization of policy of sustaining and encouragement of development the securities market it is necessary to ensure promotion of other various directions connected to further economic development.

The improving formation of high-grade legislative base of the securities market is necessary. At present Laws of the Kyrgyz Republic On the Securities Market, On Investment Funds are in force. The addendum and changes to those Laws and draft Law of the Kyrgyz Republic On Joint-Stock Companies are on consideration of Parliament (Jogorku Kenesh) of the Kyrgyz Republic. It is a next stage of formation the legislative basis regulated issues of protection the investors interest and right; of establishing the Investors' Fund protection, which should become the insurance mechanism guaranteed observance of the investors' right in case of

bankruptcy of the professional participant of the market, to which the investor has entrusted the money. A separate task is to introduce the corporate governance principles into joint-stock companies.

It is necessary to develop a State Fund of a Storage and Processing of the Information, which has basic task to maintain the guarantee of legal and correct information of securities shareholder.

It is important to continue implementation the state policy of supporting the organized market of securities. For this purpose it is necessary to ensure execution the Decree of the Kyrgyzstan President, including the decision to sale the non-control state packages of the JSC's shares - up to 30 percents of total JSC's assets. The sale should be done through the licensed organizers of trade in the securities market. This measure would ensure transparency of securities trade, which essentially stimulated formation of the organized market of securities. The implementation of these measures allows to increase activity in the organized market of securities as well as pushes to formation high-grade client network through over all country, and finally facilitates a wide and easy exercise the securities trade among wide range population.

It is necessary to consult the issuers of securities to on purpose of using securities trading actively, and allocation some shares of domestic joint-stock companies in the international financial markets to attract more foreign investment into real sector.

To increase the quality of implemented privatization and to solve the problem estimating market cost of state shares of enterprises it is necessary to sell state shares through Stock Exchange on the basis of the analysis of the exchange quotations of securities of joint-stock companies.

It is necessary continuously pay attention on building favorable conditions for development of the securities market. Thus today both taxation of operations with securities and regime of profit repatriation from the country are more attractive in neighbor countries - Kazakhstan and Uzbekistan, that puts the domestic market of securities in a unfavorable condition. The present imperfect legislation on taxation especially does not stimulate attraction foreign portfolio investments inflow. In this connection, it is necessary to change requirements in the Kyrgyz Tax Code in a part of regulating the taxation on securities with the purpose of stimulation operations with them, and also stimulation of full disclosure of issuer information as well as deepening transparency of price formation for corporate financial tools.

For attracting big international portfolio investors in the domestic capital market the Stock Exchange needs to endorse the status off-shore capital market recognized by the Commission on Securities and Stock Exchanges of the USA. It needs to endorse too the status of the Market of Investment for private and portfolio Japanese investors given out by the Japanese Association of the Securities Dealers. It needs to use other possible mechanisms of support and broaden of the domestic capital market.

Collective investment institutions are a major element of market economy without which services of the completed financial market is unfeasible. Its development should push to fast progress the organized capital market. In country the various financial institutions, commercial banks, investment funds, insurance companies and etc. are created. In fact all non-bank financial institutions today experience stagnation. The investment funds formed in the period mass privatization are not exception. The main reason of their low level of maturity is the condition of economy as a whole, absence of superfluous money of households – main investors of collective investment institutions.

The implementation of pension reform is impossible without drawing of adequate economic base. The strengthening of financial stability of pension system should be solved by creation of preliminary conditions for successful transition from current solidarity system to self-sufficient financed system. In this direction it is necessary to utilize operations in the open market, as a factor strengthening connections between banking sector and capital market. Simultaneously the strengthening of the capital market should be carried out through widening investors' opportunities by involving state securities into capital market, assisting to stockholders for their participating in the exchange market and issuing corporate securities, applying motivation such as preferential taxation of capital gain.

The consulting organizations serving the financial market such as rating agencies have not developed yet. The introducing of rating system in the financial market will allow to ensure the transparency of various issuers as well as to help investors oversee business opportunities in the

capital market. The state itself needs to get its credit rate by rating agencies. The credit rating of the country is an evaluation of current ability to return debt and of the state budget capacity that in turn help to see how successful economic reform implemented by the government.

The development of the securities market of country was implemented under active support of the international organizations. It would be desirable to express gratitude for assistance of Agency of International Development of the USA (USAID). It assisted to Kyrgyzstan in designing legislation, the establishing Kyrgyz Stock Exchange and Central Depository, assistance in improving professional level of capital market experts.

The membership in IOSCO is important factor for the Kyrgyz capital market. The active participation of State Commission on Securities Market will speed up involving domestic market into global capital market.

In conclusion it should be noted although the Kyrgyz securities market is insignificant in volume, it should have all necessary attributes of the modern stock market and to be adapted to world standards of the capital market. The main goal of state regulation should become the decreasing the investors risks, the protecting the property and non-property right of the investors/owners, as well as maintenance of economic safety and order. It is well known through strong and effective supervision the state guarantees low risk operations of the participants in the financial market. Accordingly it is the main and reliable factor of favorable climate for the investment flow.

The domestic stock market should be an optimized model with a clear management, a sufficient infrastructure and transparent operations. The state will prove the ability to protect interests of the investors by achieving trust of investors.

It is necessary to provide comprehensive development of infrastructure for sufficient serving a new sector of economy of country. Without dynamical development of the sector, which is the integrated into the global process, the qualitative and dynamical development of real sector of economy is impossible. Without the advanced stock sector of economy the foreign direct investment will have casual features or individual character, but country needs to generate in smooth financial flows.

The effective utilization of potential of the securities market is not only in agenda, and not only one of ways in stabilization of economy, it is a fundamental, most powerful basis for increasing investment into real sector and constructing the reliable sector of domestic economy.

## СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

- Акаев А. А. «Работа на будущее обеспечит настоящее». «Слова Кыргызстана», 25 января 2002 г., с.3
- Акаев А. А., «Переходная экономика глазами физика», Бишкек, 2000 г.
- Акаев А.А., «О стратегии социально-экономического развития Кыргызской Республики и неотложных действиях», Бишкек, 1993 г.
- У.Ф.Шарп, Г. Дж. Александер, Дж.В. Бэйли, «Инвестиции», Москва, Издательский дом «ИНФРА-М», 1999 г.
- Л.Дж.Гитман, М.Д. Джонк, «Основы инвестирования», Москва, Издательство «Дело», 1997 г.
- К.Гилкрист, Британский фонд «Ноу-Хау», «Управление коллективными инвестиционными фондами», Лондон, 1999 г.
- Japan Securities Research Institute, «Securities market in Japan», Tokyo, Tokyo Shoken Kaikan, 1998.
- Дайва Сэкьюритиз Ко. ЛТД, Рынок ценных бумаг Японии, 1998 г.
- Moody's Investors Service, «Moody's credit rating and research», New-York, 1995 г.
- United States Securities and Exchange Commission, Annual report for 1998, Washington DC, U.S. Government Printing Office, 1999.
- Ю.Голицын, «Фондовый рынок дореволюционной России», Москва, ФИД «Деловой экспресс», 1998 г.
- Под редакцией Р.И.Камарли, «Политические и экономические реформы в Кыргызстане (1991-1995 годы)», Бишкек, 1995 г.
- Постановление Правительства Кыргызской Республики от 9 февраля 1999 г. №77 «Программа мер по стабилизации социально-экономического положения в Кыргызской Республике на 1999-2001 годы», Бишкек, 1999 г.
- Я.Энами, «Рекомендации по реструктуризации рынка ценных бумаг, 1997 г.
- Дайва Сэкьюритиз Ко. ЛТД., «Справочный материал по ценным бумагам, выпуск 1»
- Дайва Сэкьюритиз Ко. ЛТД., «Справочный материал по ценным бумагам, выпуск 1» .
- Дайва Сэкьюритиз Ко. ЛТД., «Предложения о внедрении Акционерной системы в СССР и проблемы, с этим связанные», 1991 г.
- Сборник материалов научно-практического семинара «Экономика Кыргызстана: реалии и перспективы», Бишкек, 2001 г.
- Сборник нормативных актов «Приватизация туристических и курортно-рекреационных объектов в Кыргызской Республике», Бишкек, Издательство «Шам», 2001 г.
- IMF, «World economic outlook», Washington D.C., 2000 г.
- Государственный комитет Кыргызской Республики по иностранным инвестициям и экономическому развитию, «Ежегодный отчет о внешней помощи и прямых иностранных инвестициях», Бишкек, 2000 г.
- Международная Финансовая Корпорация, «Управление акционерным обществом», 1999 г.
- Московское региональное отделение ФКЦБ, «Московский фондовый рынок дореволюционной России», Москва, 1998 г.
- Кыргызская Республика: новые перспективы. Комплексная основа развития Кыргызской Республики до 2010 года, Бишкек, 2001 г.
- Буклемишев О.В., «Рынок еврооблигаций», Издательство «Дело», Москва.
- Миркин Я.М., «Ценные бумаги и фондовый рынок», Издательство: «Перспектива», Москва, 1995 г.
- Рей К.И., «Рынок облигаций. Торговля и управление рисками», Издательство: «Дело», Москва.
- Под редакцией Сборник научных статей, «Становление и формирование развивающихся рынков», Бишкек, «Технология», 2000 г.
- Р. Дж.Тюлз, Э.С.Бредли, Т.М.Тьюлз, «Фондовый рынок», Москва, ИД «Инфра-М», 1997 г.

О.И. Дегтярева, О.А. Кандинская, «Биржевое дело», Москва, Издательское объединение «Юнити», 1997 г.

М.В.Кузнецов, А.С.Овчинников, «Технический анализ рынка ценных бумаг», Москва, ИД «Инфра-М», 1996 г.

Под редакцией Абдынасырова У.Т. «Становление и формирование развивающихся рынков капитала» Сборник статей, Бишкек, «технология», 2000 г.

Миркин Я.М. «Ценные бумаги и фондовый рынок, профессиональный курс в Финансовой Академии при Правительстве РФ», М.: "Перспектива", 1995, с.116.

М.Дж.Лайлиева «Формирование рынка ценных бумаг в Кыргызской Республике», Бишкек, Илим, 1995 г., стр.7

Х. Окумура «Корпоративный капитализм в Японии», М.: Мысль, 1986 г., с.90.

К. Маркс, «Капитал.» - Москва: ИПЛ. - 1978.-Т.3.-С.509-510

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

Ратникова К.Ю. «Американские депозитарные расписки, как способ выхода российских компаний на международный рынок».Москва, статут, 1996 г.

М.М. Агарков «Учение о ценных бумагах», «Бек», М., 1994,

Black's Law Dictionary by Henry Campbell Black, St. Paul Minn., West publishing Co., 1990, 6<sup>th</sup> edition, с. 1355-1356.)

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

Костиков И.В. «Дефолты на рынке муниципальных облигаций США» М.,Наука, 2001г.

Ф.Котлер. Управление маркетингом.-М.:Экономика.-1980.-С.18

Кэмпбелл Р.Макконнелл. Стэнли Л.Брю. Экономикс. - М.:Республика. - 1992. - С.61.

Lamb R., Rappaport S.P. Municipal bonds. N.Y.: McGraw-Hill, 1987.P.39.

Кыргызстан в цифрах, статистический сборник, Национальный статистический комитет, Бишкек, 2001 г.

Бейшембиев Э., Государственный строй, ВКЦ «Кыргызстан»: Энциклопедия, стр.9 т.17, Бишкек.:МТЭБ, 2001г.

Экономика Кыргызстана в последнее десятилетие XX века Колл.моногр. под научн. рук. Койчуева Т.К. – Бишкек: ЦЭ и СР при МФ КР, 2000 г.

Койчуев Т.К., Современное состояние и перспективы развития экономики

Кыргызстана: в кн. «Экономика Кыргызстана реалии и перспективы». – Бишкек, 2001 г.

Койчуев Т.К., Экономика Кыргызской Республики на пути реформ, Реформа. – 2001 г., №1

Журнал «Рынок ценных бумаг», № 12, 2000 г., Москва, Издательский дом «РЦБ», 2000 г.

Журнал акционеров, № 8, 2000 год, Москва, Издательский центр «Акционер», 2000г.

Журнал «Рынок капиталов», № 3 (27), 2001 г. АОЗТ «РК», Бишкек, 2001 г.

Международный Комитет по Стандартам Финансовой Отчетности, «Международные стандарты бухгалтерского учета», USAID, 1999 г.

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 г.

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 г.

Проект Европейского союза Тасис EES (KY02), Изучение процессов формирования и развития рынка ценных бумаг в Кыргызской 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.

Департамент развития частного сектора Всемирного банка, «Кыргызская Республика. Обзор частного сектора в переходный период», 1999 г.

Кодекс Кыргызской Республики от 8 мая 1996 года № 15 «Гражданский кодекс Кыргызской Республики часть I», Бишкек, 1996 г.

Закон Кыргызской Республики от 21 июля 1998 года №95 «О рынке ценных бумаг», Бишкек, 1998 г.

Закон Кыргызской Республики от 15 ноября 1996 года № 60 «О хозяйственных товариществах и обществах», Бишкек, 1996 г.

Закон Кыргызской Республики от 26 июля 1999 года № 92 «Об инвестиционных фондах», Бишкек, 1999 г.

Положение о Государственной комиссии при Правительстве Кыргызской Республики по рынку ценных бумаг, утвержденное постановлением Правительства Кыргызской Республики от 19 марта 2001 года № 108.

Годовой отчет Государственной комиссии при Правительстве Кыргызской Республики по рынку ценных бумаг за 2000 год, Бишкек, 2001 г.

Годовой отчет Национального банка Кыргызской Республики за 2000 год, Бишкек, 2001 г.

Сборник документов, регламентирующих функционирование рынка ценных бумаг в Кыргызской Республики, Бишкек, 1995 г.

Сборник нормативных правовых актов, регулирующих рынок ценных бумаг, выпуск 1, Бишкек, 1999 г.

Материалы международного семинара «Развитие рынка ценных бумаг», Бишкек, 18–19 мая, 1999 г.

Материалы семинара по вопросам клиринга, взаиморасчетов и регистрации ценных бумаг, г. Алматы, Республика Казахстан, 2–4 апреля, 1997 г.

Материалы международного семинара «Реформа финансовых систем: управление и наблюдение за кризисами», Стамбул, Турция, 15–17 июня 1999 г.

Материалы семинара «Облигация – альтернативный источник финансирования», Бишкек, 28 мая, 2001 г.

## Таблицы и графики

Таблица.1

## Сведения об объеме эмиссий и количестве выпусков корпоративных акций АО Кыргызской Республики в период 1990 -2001 годы

№	Период	Код	1990-1994 годы		1995 год		1996 год		1997 год		1998 год		1999 г.		2000 г.		2001 г.		<i>Всего</i>	
			Кол- во эмисс ий	Объем эмисси й	Кол- во эмисс ий	Объем эмисси й	Кол- во эмисс ий	Объем эмисси й	Кол- во эмисс ий	Объем эмисси й	Кол- во эмисс ий	Объем эмисси й	Кол- во эмисс ий	Объем эмисс ий	Кол- во эмисс ий	Объем эмисс ий	Кол-во эмисси й	Объем эмисси й	Кол-во эмисси й	Объем эмисси й
п/п	А	Б	5	6	11	12	13	14	15	16	17	18	17	18	17	18			19	20
1	Объем и количество эмиссий из них:	1	265	166 514	72	122 827	265	564 249	589	11 366 751	165	2 156 056	182	831 406	181	2 498 111	132	2 786 775	1 851	20 492 689
2	облигаций	2											1	280	1	280	5	109 803	7	110 363
3	акций в том числе:	3	265	166 514	72	122 827	265	564 249	589	11 366 751	165	2 156 056	181	831 126	180	2 497 831	127	2 676 972	1 844	20 382 326
4	учредительный выпуск	4	233	58 323	60	50 544	238	419 762	551	11 171 451	83	1 478 483	116	275 628	113	1 367 315	63	1 369 334	1 457	16 190 840
5	последующие выпуски	5	32	108 191	12	72 283	27	144 487	38	195 300	82	677 573	65	555 498	67	1 130 516	64	1 307 638	387	4 191 486
6	приватизированные АО	6	209	107 392	49	56 491	224	433 139	515	10 796 317	96	1 356 799	83	327 102	82	1 568 353	44	708 653	1 302	15 354 246
7	вновь учрежденные АО	8	56	59 122	23	66 336	41	131 110	74	570 434	69	799 256	98	504 025	98	929 477	83	1 968 319	542	5 028 079
9	открытые АО	9	247	165 421	62	115 378	248	523 060	532	10 948 469	125	1 755 081	115	638 076	119	1 884 062	87	1 933 107	1 535	17 962 654
10	закрытые АО	10	18	1 093	10	7 449	17	41 189	57	418 282	40	400 975	66	193 050	61	613 769	40	743 865	309	2 419 672

Примечание: Эмиссия акций рассматривается по трем основным структурам:

- 1) по выпуску (учредительный и последующие);
- 2) по способу создания АО (приватизированные и вновь учрежденные);
- 3) по типам АО (открытые и закрытые).

Таблица.2

**Сведения об объеме эмиссий и количестве выпусков корпоративных  
акций в разрезе регионов Кыргызской Республики в период  
1990-2001 годы**

№ п/п	Период Регион, город	Код стро ки	1990-1994 годы		1995 год		1996 год		1997 год		1998 год		1999 г.		2000 г.		2001 г.				Количе ство ЭМИТЕНТ ОВ	
			Кол- во эмис сий	Объем эмисси й	Кол- во эмис сий	Объе м эмисс ий	Кол- во эмис сий	Объе м эмисс ий	Кол- во эмисс ий	Объем эмисси й	Кол- во эмисс ий	Объем эмисс ий	Кол- во эмис сий	Объе м эмисс ий	Кол- во эмисс ий	Объем эмисси й	Кол-во эмисси й	Объем эмисси й	Кол-во эмисс ий	Объем эмисси й		Кол-во эмисси й
			А	Б	5	6	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24		25
1	Чуйская область	1	40	9 957	14	26 645	69	272 555	108	578 512	22	24 741	33	25 450	40	129 172	15	18 414	341	1 085 446	284	
2	Ошская и Баткенская область	2	36	7 143	8	2 972	37	7 929	161	560 217	20	9 806	34	20 570	26	55 486	18	193 125	340	857 248	292	
3	Джалал-Абадская область	3	11	3 404	9	2 862	44	31 903	101	646 094	11	175 143	17	45 378	12	425 715	10	60 464	215	1 390 963	182	
4	Иссык-Кульская область	4	20	1 887	3	269	23	20 999	46	55 656	6	4 575			9	21 818	3	4 254	110	109 458	96	
5	Таласская область	5	3	1 086			7	892	24	10 347	20	11 657			2	1 342	2	985	58	26 309	51	
6	Нарынская область	6	2	254	3	53	9	299	20	12 594	14	12 145	6	2 702	7	3 421	1	249	62	31 717	57	
7	г. Бишкек	7	153	142 782	35	90 026	76	229 673	129	9 503 333	72	1 917 989	91	737 026	84	1 860 876	78	2 399 480	718	16 881 185	510	
8	Итого :	8	265	166 513	72	122 827	265	564 250	589	11 366 753	165	2 156 056	181	831 126	180	2 497 830	127	2 676 971	1 844	20 382 326	1 472	

Таблица.3

**Сведения о размещении корпоративных ценных бумаг среди  
зарубежных инвесторов в региональном разрезе  
(по состоянию на 1.01.2002 г.)**

№ п/п	Размещение	Количество эмитентов с участием иностранного капитала			Объем размещенных акций среди иностранных инвесторов (млн. сомов.)		
	Регион эмитента	Страны СНГ	Страны дальнего зарубежья	Всего	Страны СНГ	Страны дальнего зарубежья	Всего
1	Чуйская область	15	14	29	2,5	124,9	127,4
2	Ошская область	3	5	8	26,3	11,1	37,4
3	Джалал-Абадская область	6	2	8	7,6	12,7	20,4
4	Иссык-Кульская область	4	1	5	6,0	15,8	21,8
5	Таласская область	1		1	0,01		0,01
6	Нарынская область						
7	г. Бишкек	55	89	144	40	2862,6	2902,6
	<b>Итого</b>	84	111	195	82,4	3027	3109,4

Таблица.4

*Сведения  
о размещении корпоративных ценных бумаг среди  
зарубежных инвесторов в разрезе отраслей экономики  
(по состоянию на 1.01.2002 г.)*

№ п/п	Размещение	Количество эмитентов с участием иностранного капитала			Объем размещенных акций среди иностранных инвесторов (млн. сомов)		
	Отрасли экономики	Страны СНГ	Страны дальнего зарубежья	Всего	Страны СНГ	Страны дальнего зарубежья	Всего
1	Промышленность	29	44	73	12,8	1877,2	1890
2	Сельское хозяйство	3	2	5	5,3	0,04	5,3
3	Транспорт и связь	9	4	13	34,6	82,6	117,2
4	Строительство	8	6	14	0,4	200,9	201,4
5	Торговля и общественное питание	5	6	11	0,4	38	38,4
6	Коммерческие учреждения	9	9	18	3,8	6,5	10,3
7	Финансовые институты	11	23	34	17,7	687,7	705,4
8	Прочие	10	17	27	7,3	134	141,3
	<b>Итого</b>	84	111	195	82,3	3027	3109,3

Таблица.5

**Информация  
о лицензионной деятельности НКРЦБ в отношении  
профессиональных участников РЦБ**

Вид профессиональной деятельности	Всего выдано лицензий за 2000 год	Всего выдано лицензий за 2001 год
Всего выдано лицензий	12	20
В том числе:		
Регистраторы (ведение реестра владельцев ценных бумаг)	2	-
Депозитарная	1	-
Инвестиционного фонда	1	-
По организации торговли на рынке ценных бумаг	1	-
Брокеров/дилеров, доверительных управляющих, инвестиционных консультантов (брокерская и дилерская, доверительное управление ценными бумагами, инвестиционный консультант) В том числе на:	3	20
Брокерскую деятельность		
Дилерскую деятельность	1	5 5
Инвестиционных консультантов	-	3
Доверительных управляющих (доверительное управление ценными бумагами)	2	7
Управляющие компании (управление инвестиционными фондами, доверительное управление, инвестиционный консультант) В том числе:	4	-
Инвестиционных консультантов	-	2
Отозвано лицензий	7	5
Приостановлено действие лицензий	7	2



Таблица.6

## Отчет о сделках профучастников рынка ценных бумаг по итогам деятельности за 2001 год

№	Наименование профучастника	Сделки по покупке			Сделки по продаже		
		Кол-во сделок	Количество ЦБ	Объем сделок (тыс. сом.)	Кол-во сделок	Количество ЦБ	Объем сделок (тыс. сом.)
1	АБ "Кыргызэнерго" (корпоративн. ЦБ)	-	-	-	-	-	-
	(Гос. ЦБ)	16	9114,5		-	-	-
2	АКБ "Кыргызстан" (корпоративн. ЦБ)	864	6655426	40020,9	875	6657426	42020,9
	(Гос. ЦБ)	27	317239	31724,0	-	-	-
3	Примекс Центр LLC	-	-	-	-	-	-
4	«Демир Банк» ДУ (Гос. ЦБ)	151	335755	103321,4	128	270805	36763,6
5	Экобанк (корпоративн. ЦБ)	-	-	-	-	-	-
	(Гос. ЦБ)	3	44000	4007,4	-	-	-
6	ОсОО "Деловые игры"	81	26027	26027,0	1254	26027	26027,0
7	ЗАО "Passer & Co, ЛТД"	6	3126	114107,5	1838	3368967	134897,8
8	АКБ "Толубай" (Гос. ЦБ)	80	864053	81821,9	20	196916	19317,8
9	ОАО "БББ"	-	-	-	-	-	-
10	АКБ "Дос-Кредобанк" (Гос. ЦБ)	11	8642	810,3	-	-	-
11	АКБ "Кайрат" (корпоративн. ЦБ)	1	340000	150000,0	1	340000	150000,0
	(Гос. ЦБ)	69	645057	310290,8	76	435470	199994,9
12	ИАКБ "Иссык-Куль"	-	-	-	-	-	-
13	ОсОО "Asco & Co"	114	103580	523,7	133	196136	831,0
14	ЗОО "Капитал" (корпоративн. ЦБ)	1028	52143184	185627,2	996	47070841	272771,4
	(Гос. ЦБ)	5	4421	424,8	2	3800	371,3
15	"BNC Capital Management" (корп. ЦБ)	2	43482134	227516,3	-	-	-
	(Гос. ЦБ)	4	1050	96,7	5	1050	97,3
16	"BNC Securities" (корпоративн. ЦБ)	87	95958	4610,5	75	238598	8275,7
	(Гос. ЦБ)	4	945	90,4	2	945	90,4
17	АО ОКБ "Аалам"	162	1133757	7684,9	8	2505	12,2
18	ОсОО ФК "Сенти"	571	2053888	107158,9	13	44930	583,9
19	"Инвест- Сервис" (корпоративн. ЦБ)	861	1151537	7833,4		611439	4627,6
	(Гос. ЦБ)	3	3215	305,6		3	310,1
20	ОсОО "Береке- ЭМ ТИ"	408	3836872	16156,8	408	3836872	16156,8
21	ОсОО "Ниет-Аракет"	37	48571	4515,3	30	17548	16104,9
22	Бруклендс Инвестментс LLC	-	-	-	-	-	-
23	АОЗТ "Заман"	290	1323043	4886,5	303	1326571	5008,1
24	ОсОО "Инвестхолдинг"						
25	ОсОО "КФЛ"						
26	ОсОО "Тулеме"						
27	ОсОО "Стаматологический центр"						
28	ОсОО "Кыргызтранстуркестан"						
29	ОсОО "Эверест и К"						
30	ОсОО "Транзактор"						
31	ФК "Финброк"						
32	ОсОО "О-Азия"						
	<b>Итого:</b>	<b>4883</b>	<b>71237556</b>	<b>1211160</b>	<b>6167</b>	<b>64646849</b>	<b>934263</b>
	в том числе копоративные ЦБ	4510	68914969	669153	5934	63737860	677317
	в том числе Гос. ЦБ	373	2322587	542008	233	908989	256945

Таблица.7

**Сведения о деятельности инвестиционных фондов  
Кыргызской Республики на 01.10.2001 г.**

№	Инвестфонд	Общее количество эмиссии	Объявленный уставный капитал (тыс. сомов)	Общее число акционеров	Кол-во предприятий, акциями которых владеет ИФ
1.	Ала-Тоо-инвест	4	576,9	1 750	66
2.	Береке-инвест	3	1000	15 305	30
3.	Бишкекивестфонд	2	300	2941	22
4.	Кыргыз-инвест	2	1865,5	13660	41
5.	Ош-инвест	6	2402	41170	50
6.	Элес-инвест	4	500	1785	47
7.	Кадамжай-инвест	2	328,8	5445	23
8.	Жалал-Абад-инвест	3	600	6606	104
9.	Нур-инвест	2	84,4	1118	13
10.	Наристе-инвест	2	400	6938	3
	Итого	30	8057,6	96814	

Таблица.8

**Сведения о стоимости чистых активов инвестиционных фондов Кыргызской Республики на 01.01.2002 г.**

№	Инвестфонд	Активы (тыс. сомов)	Пассивы (тыс. сомов)	Стоимость чистых активов (тыс. сомов) (3) - (4)	Стоимость чистых активов на 1 акцию (сомов)
1.	Ала-Тоо-инвест	2783,5	194,1	2589	44,88
2.	Береке-инвест	6406,7	372,6	6034,1	6,03
3.	Бишкекивестфонд	2377,9	190	2187,9	7,29
4.	Кыргыз-инвест	6657,5	1123,4	5534,1	14,83
5.	Ош-инвест	17030,8	1926,8	15104	6,29
6.	Элес-инвест	1731,3	70,7	1660,6	16,60
7.	Кадамжай-инвест	973,4	58	915,4	14
8.	Жалал-Абад-инвест	4211	168,5	4042,5	6,73
9.	Нур-инвест	476,3	65,5	410,8	4,90
10.	Наристе-инвест	434	7,6	426,4	5,33
	Итого	43082,4	4177,6	38904,8	

Таблица 9

## Структура эмиссий акций за 1995-2000 год

	1995		1996		1997		1998		1999		2000		2001	
	Кол-во выпусков	Объем эмиссии (млн.со м)	Кол-во выпусков	Объем эмиссии (млн.со м)	Кол-во выпусков	Объем эмиссии (млн.со м)	Кол-во выпусков	Объем эмиссии (млн.со м)	Кол-во выпусков	Объем эмиссии (млн.со м)	Кол-во выпусков	Объем эмиссии (млн.со м)	Кол-во выпусков	Объем эмиссии (млн.со м)
Эмиссия (приватизированные)	49	56	224	433	515	10 796	96	1 357	83	327	82	1 569	42	707,7
Эмиссия (учрежденные)	23	66	41	131	74	570	69	799	98	504	98	930	83	1968
Учредительные выпуски (приватизированные)	46	39,337	207	357,937	494	10757,35	45	1039,808	36	43,684	39	783,199	7	29,2
Дополнительные выпуски (приватизированные)	3	17,153	17	75,203	21	38,966	51	316,991	47	283,417	43	785,234	37	679,5
Учредительные выпуски (учрежденные)	14	11,206	31	61,827	57	414,1	38	438,674	80	231,944	74	584,196	56	1340,2
Дополнительные выпуски (учрежденные)	9	55,13	10	69,283	17	156,335	31	360,582	18	272,279	24	345,275	27	628,2

Таблица.10

## Сводная информация о контрольно- надзорной работе ГКРЦБ

№ п-п	Наименование	1998		1999		2000		2001		Итого	
		кол-во	сумма	кол-во	сумма	кол-во	сумма	кол-во	сумма	кол-во	сумма
1.	Всего проведено проверок	<b>161</b>	<b>х</b>	<b>293</b>	<b>х</b>	<b>253</b>	<b>х</b>	<b>184</b>	<b>х</b>	<b>891</b>	<b>х</b>
	в том числе плановая			136	х	110	х		х	246	х
	по письмам			157	х	143	х	184	х	484	х
2.	Проверкой выявлено:	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х
	а) нарушений законодательства по ценным бумагам	420	х	668	х	584	х	680	2796.7	2352	2796.7
	б) нарушения по начислению и выплате дивидендов акционерам	6	2872700	11	3107300	20	2466215	14	3864742	51	12310957
	в) доходы подлежащие поступлению в бюджет	4	6798600	6	1575200	10	7634985	4	7014687	24	23023472
	г) незаконное расходование средств акционеров	8	541800	10	901000	9	3471930	5	1265629	32	6180359
	Всего выявлено нарушений и злоупотреблений	<b>438</b>	<b>10213300</b>	<b>695</b>	<b>5583500</b>	<b>623</b>	<b>13573130</b>	<b>703</b>	<b>14941728</b>	<b>2459</b>	<b>44311658</b>
3.	Приняты меры:	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х
	а) восстановлено и выплачено дивидендов акционерам	6	1988	6	1019800	2	201600	2	557418	16	1780806
	б) внесено в доход бюджета	1	5482700	4	434100	5	223689	3	116400	13	6256889
	в) наложены штрафные санкции	х	х	38	104000	126	326000	72	182500	236	612500
4	материалы переданные и находящиеся на рассмотрении в судебных и правоохранительных органах								10		10
	Из них рассмотрены судебными органами								1		1

График 1



График 2

**Объем и количество дополнительных выпусков акций АО Кыргызской Республики по годам, млн. сом**

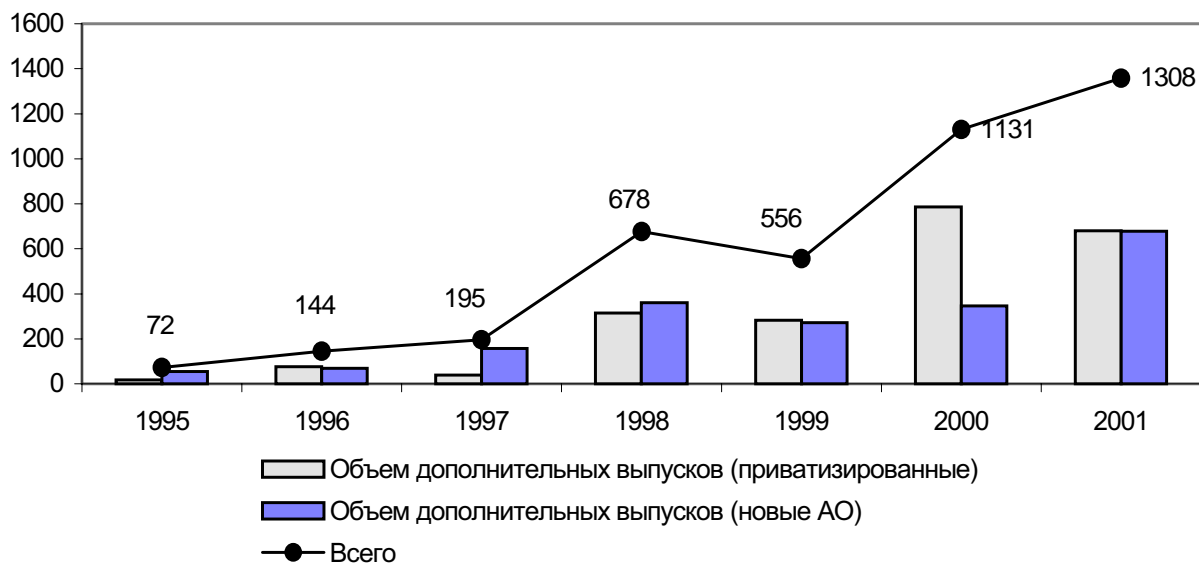


График 3

**Структура распределения акций АО Кыргызской Республики, выпущенных за период с 1990-2001 годов, по отраслям экономики**

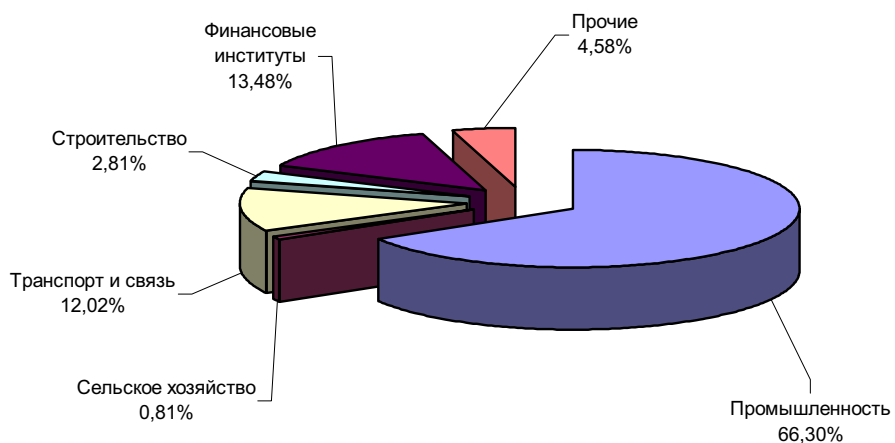


График 4

**Структура АО по размеру уставного капитала на 01.01.2002г.**

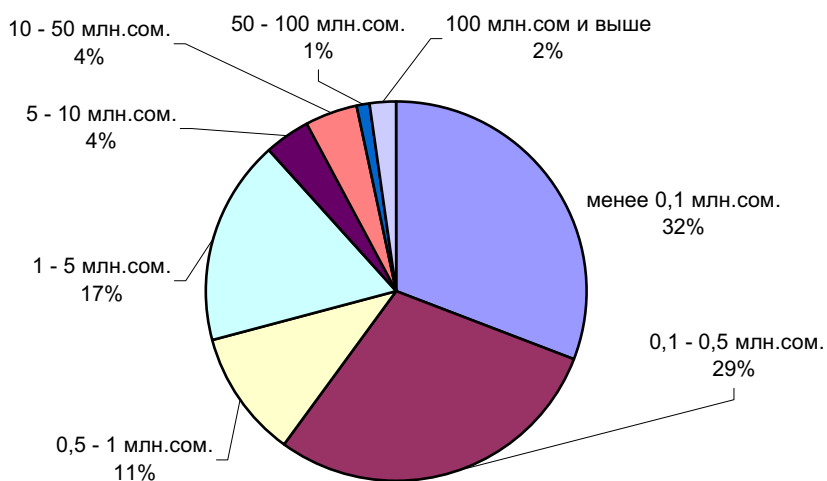


График 5

**Структура доходов действующих инвестиционных фондов**

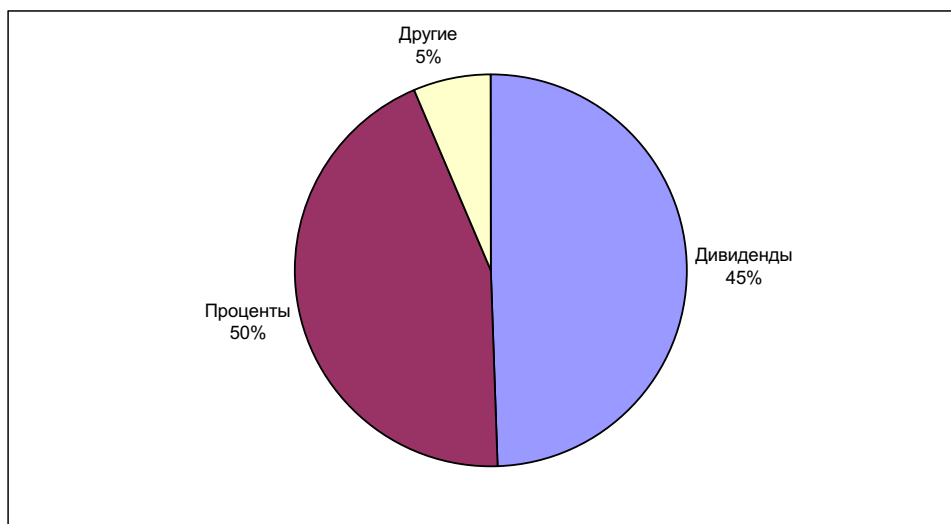
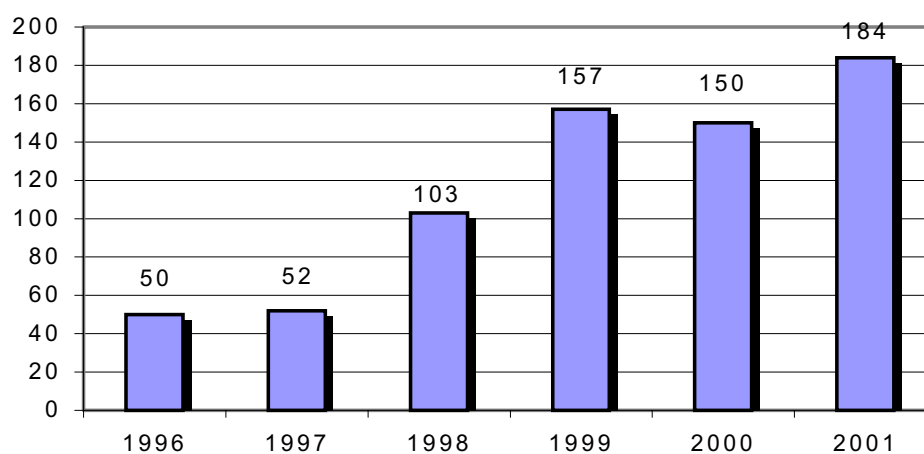


График 6

**Количество жалоб и заявлений, поступивших в ГКРЦБ в 1996-2001 годы**



**Перечень  
нормативно-правовых актов,  
регулирующих рынок ценных бумаг**

Типовой устав акционерного инвестиционного фонда, утвержденный постановлением ГКРЦБ от 30 октября 2001 г. №88

Положение о ведении и хранении реестра владельцев именных ценных бумаг в Кыргызской Республике, утверждено постановлением НКРЦБ от 30 апреля 1998 года № 22;

Положение о порядке проведения проверок и ревизий финансово-хозяйственной деятельности эмитентов и профессиональных участников рынка ценных бумаг по вопросам соблюдения законодательства Кыргызской Республики по операциям с ценными бумагами, утверждено постановлением НКРЦБ от 1 декабря 1998 года № 48;

Стандарты внутреннего учета операций с ценными бумагами для брокеров и дилеров, утверждено постановлением НКРЦБ от 1 декабря 1998 года № 49;

Положение о квалифицированных требованиях, предъявляемых к лицам, осуществляющим профессиональную деятельность на рынке ценных бумаг Кыргызской Республики и порядке проведения квалификационных тестов, утверждено постановлением НКРЦБ от 30 декабря 1998 года № 60;

Положение о порядке раскрытия информации о существенных фактах (событиях и действиях), затрагивающих финансово-хозяйственную деятельность эмитента эмиссионных ценных бумаг, утверждено постановлением НКРЦБ от 30 декабря 1998 года № 61;

Положение о ежеквартальном отчете эмитента эмиссионных ценных бумаг, утверждено постановлением НКРЦБ от 30 декабря 1998 года № 62;

Положение о клиринговой деятельности на рынке ценных бумаг в Кыргызской Республике, утверждено постановлением НКРЦБ от 30 декабря 1998 года № 63.

Положение о порядке взыскания в бюджет доходов, полученных от размещения ценных бумаг, не прошедших государственную регистрацию, утверждено постановлением НКРЦБ от 12 марта 1999 года № 11;

Положение о порядке реализации государственных пакетов акций через организатора торговли на рынке ценных бумаг, одобренное постановлением НКРЦБ от 24 мая 1999 года № 15;

Положение о нормативах показателей достаточности собственных средств, устанавливаемых для профессиональных участников рынка ценных бумаг, утверждено постановлением НКРЦБ от 27 августа 1997 года № 20»;

Временные правила торговли ценных бумаг в Кыргызской Республике, утверждено постановлением НКРЦБ от 12 июля 1999 года № 30;

Постановление НКРЦБ от 12 июля 1999 года № 31 «О внесении дополнений в Положение о ведении и хранении реестра владельцев именных ценных бумаг в Кыргызской Республике»;

Комплексная программа развития рынка ценных бумаг на период 1999-2001 год утверждена постановлением от 12 января 2000 года №5

Типовой проспект эмиссии инвестиционных паев паевых инвестиционных фондов утверждено постановлением НКРЦБ от 8 мая 2000 года № 36

Положение об управляющих компаниях паевых инвестиционных фондов утверждено постановлением НКРЦБ от 8 мая 2000 года № 37

Типовые правила интервального паевого инвестиционного фонда от 12 мая 2000 года №39

Типовые правила паевого инвестиционного фонда с обязательствами выкупа эмитированных им паев от 12 мая 2000 года №40

Положение о порядке регистрации паевого инвестиционного фонда и проспекта эмиссий инвестиционных паев паевого инвестиционного, утверждено постановлением НКРЦБ от 18 мая 2000 года №42

Положение о составе и структуре активов инвестиционных фондов, утверждено постановлением НКРЦБ от 8 июня 2000 года №45

Положение о порядке ведения реестра паевых инвестиционных фондов, утверждено постановлением НКРЦБ от 14 августа 2000 года № 67

Положение о порядке и составления отчетности о стоимости чистых активов интервальных паевых инвестиционных фондов, утверждено постановлением НКРЦБ от 12 сентября 2000 года №76

Положение о порядке оценки и составления отчетности о стоимости чистых активов паевых инвестиционных фондов с обязательством выкупа эмитированных ими паев, утверждено постановлением НКРЦБ от 12 сентября 2000 года №77

Инструкция о размещении новых эмиссий акций, утверждена постановлением НКРЦБ от 14 сентября 2000 года №78

Положение о представлении отчетности организаторами торговли на рынке ценных бумаг в Кыргызской Республики, утверждено постановлением НКРЦБ от 24 ноября 2000 года №104

Положение о порядке представления отчетности профессиональными участниками рынка ценных бумаг в Кыргызской Республики, утверждено постановлением НКРЦБ от 11 декабря 2000 года №112

Положение об итогах проведения общих собраний акционеров в акционерных обществах Кыргызской Республики за 2000 год, утверждено постановлением ГКРЦБ от 27 июня 2001 года №21

Типовой контракт, заключаемый между акционерным обществом и председателем правления (директором), одобрен приказом Государственная комиссия при

Правительстве Кыргызской Республики по рынку ценных бумаг от 6 февраля 2001 года №14-п

Инструкция по уничтожению бланков ценных бумаг, выпущенных эмитентами в документарной форме, утверждена постановлением ГКРЦБ от 2 июня 2001 №27

Положение о нормативных показателях достаточности собственных средств, устанавливаемых для профессиональных участников рынка ценных бумаг, утверждено постановлением ГКРЦБ от 2 июня 2001 года №28

Положение о саморегулируемых организациях профессиональных участников рынка ценных бумаг, утверждено постановлением ГКРЦБ от 2 июня 2001 года №29

Положение о едином государственном реестре рынка ценных бумаг в Кыргызской Республике и порядке присвоения Государственного регистрационного номера выпуска ценных бумаг, утверждено постановлением ГКРЦБ от 2 июня 2001 года №30

Положение о профессиональной деятельности инвестиционных консультантов на рынке ценных бумаг в Кыргызской Республики, утверждено постановлением ГКРЦБ от 2 июня 2001 года №31.

Правила подготовки и государственной регистрации нормативных правовых актов уполномоченного государственного органа по рынку ценных бумаг ГКРЦБ от 30 июля 2001 года № 38.

Положение о Совете эмитентов при Государственной комиссии при Правительстве Кыргызской Республики, утверждено постановлением ГКРЦБ от 2 августа 2001 года №40

Положение о сделках, совершаемых с использованием инсайдерской информации, утверждено постановлением ГКРЦБ от 2 августа 2001 года №41

Положение о порядке хранения имущества и учета прав на ценные бумаги инвестиционных фондов, утверждено постановлением ГКРЦБ от 4 сентября 2001 №52.

Положение о предоставлении и опубликования управляющей компанией паевого инвестиционного фонда информации о деятельности, связанной с управлением паевым инвестиционным фондом, утверждено постановлением от 4 сентября 2001 года № 53.

Положение о требованиях, предъявляемых к агентам по размещению и выкупу инвестиционных паев, утверждено постановлением ГКРЦБ от 4 сентября 2001 года №54

Типовой договор о между управляющей компанией паевых инвестиционных фондов и депозитарием паевых инвестиционных фондов, утверждено постановлением ГКРЦБ от 4 сентября 2001 года №55.

Правила о порядке ликвидации инвестиционного фонда, утверждены постановлением ГКРЦБ от 4 сентября 2001 года №56

Положение о порядке регистрации и перерегистрации выпуска эмиссионных ценных бумаг в Кыргызской Республики, утверждено постановлением ГКРЦБ от 1 октября 2001 года №70.

Положение о доверительном управлении ценными бумагами, утверждено постановлением ГКРЦБ от 1 октября 2001 года №71

Стандарты по ведению реестра владельцев ценных бумаг в Кыргызской Республики, утверждены постановлением ГКРЦБ от 2 октября 2001 года №73

Положения о порядке представления отчетности профессиональными участниками рынка ценных бумаг в Кыргызской Республики, утверждено постановлением ГКРЦБ от 2 октября 2001 года № 74

Положение о порядке регистрации итогов выпуска эмиссионных ценных бумаг, утверждено постановлением ГКРЦБ от 2 октября 2001 года № 76

Инструкция о порядке составления и представления отчетов об итогах выпуска и размещения облигаций, об итогах погашения облигаций и о выплате доходов по облигациям, утверждена постановлением ГКРЦБ от 2 октября 2001 года №77

Типовой договор акционерного инвестиционного фонда с управляющей компанией об управлении акционерным инвестиционным фондом, утвержден постановлением ГКРЦБ от 15 октября 2001 года №84

Положение об управляющих компаниях акционерных инвестиционных фондов, утверждено постановлением ГКРЦБ от 22 октября 2001 №85

Типовой устав акционерного инвестиционного фонда, утвержден постановлением ГКРЦБ от 30 октября 2001 года №88

Положение о порядке рассмотрения административных правонарушений, посягающих на операции с ценными бумагами, и наложения административных взысканий, утверждено постановлением ГКРЦБ от 2 ноября 2001 года №90

Положение о конвертации акций при реорганизации акционерного общества, утверждено постановлением ГКРЦБ от 6 ноября 2001 года №91

Положение о порядке приостановления эмиссии и признания несостоявшимся или недействительным, утверждено постановлением ГКРЦБ от 6 ноября 2001 года №92

Инструкция о порядке утверждения отчета об итогах первичного размещения инвестиционных паев паевого инвестиционного фонда, утверждена постановлением ГКРЦБ от 6 ноября 2001 года №93

Инструкция о порядке избрания совета директоров акционерного общества путем кумулятивного голосования, утверждена постановлением ГКРЦБ от 6 ноября 2001 года №96

Положение о порядке передачи управления инвестиционным фондом временному управляющему, утверждено постановлением ГКРЦБ от 19 декабря 2001 года № 107

Положение о выпуске и обращения облигаций в Кыргызской Республики, утверждено постановлением ГКРЦБ от 20 декабря 2001 года № 109