

УДК 336.763+351.72

АКТИВИЗАЦИЯ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ И МЕХАНИЗМЫ УЧАСТИЯ ГОСУДАРСТВА

ЧОЛБАЕВА САГЫНБУБУ ДЖУМАБЕКОВНА,

доктор экономических наук, профессор, заведующая кафедрой «Финансы и кредит», Кыргызский экономический университет имени М. Рыскулбекова, Бишкек, Кыргызская Республика

E-mail: ajekbarov@gmail.ru

АННОТАЦИЯ

Масштабы и способы привлечения финансовых ресурсов в разных странах имеют свою специфику, тем не менее на современном этапе развития мирового финансового рынка значительная часть финансовых ресурсов привлекается посредством эмиссии ценных бумаг. Зарождение рынка ценных бумаг в Кыргызстане было обусловлено проведением приватизации государственных предприятий различных отраслей экономики. Появились эмитенты – акционерные общества, инвесторы и профессиональные участники рынка ценных бумаг. Известно, что динамично развивающаяся экономика базируется на развитом финансовом рынке страны. По объемам фондового рынка можно не только судить о его развитии в текущий момент, но и делать выводы об экономике в целом. Поэтому фондовый рынок часто называют «зеркалом экономики». Проведенный анализ показал, что в Республике Кыргызстан не существует опыта заключения предпринимателями сделок с производными финансовыми инструментами на внутреннем и внешнем рынках, хеджирования ценовых рисков на валютном и нефтяном рынках, на зарубежных биржах (в отличие, например, от России). Главная причина отставания – отсутствие законодательных основ функционирования рынков производных финансовых инструментов.

Ключевые слова: рынок ценных бумаг; объем эмиссий; фондовый рынок; финансовые производные инструменты; секьюритизация; хеджирование; капитализация; денежные средства.

MAKING MORE ACTIVE THE SECURITIES MARKET AND MECHANISMS OF STATE PARTICIPATION

S.D. CHOLBAEVA

ScD (Economics), Professor, Head of the Finance and Credit Chair, Kyrgyz Economic University named after M. Ryskulbekov, Bishkek, Kyrgyz Republic

E-mail: ajekbarov@gmail.ru

ABSTRACT

The scope and methods of attracting financial resources in different countries have specific features; however at the current stage of the global financial market development, a significant part of financial resources is attracted by issuing securities. The securities market in the Kyrgyz Republic emerged in the time of the privatization of state enterprises in different economic sectors.

The first issuers appeared; they were joint-stock companies, investors and professional players of the securities market. It is known that dynamically developing economy is based on the development of the financial market of the country. The volume of the stock market shows not only its development at the moment, but also it is a good base to draw conclusions about all the economy in general. The stock market is often called a “mirror of the economy.” The analysis shows that unlike Russia, the Kyrgyz Republic has no experience in making transactions using financial derivatives on the domestic and foreign markets as well as in hedging price risks on the currency, oil or stock markets. The main reason for the lag is the lack of legislative framework for markets of derivative financial instruments.

Keywords: securities market; volume of emissions; stock market; financial derivatives; securitization; hedging; capitalization; funds.

В процессе исследования рынка ценных бумаг необходимо использовать базовые представления о ценных бумагах, рынке их обращения, факторах, влияющих на развитие этого рынка. В общем виде рынок ценных бумаг можно определить как совокупность экономических отношений по поводу выпуска и обращения ценных бумаг между его участниками. Рынок ценных бумаг — составная часть рынка любой страны. Его основой являются товарный рынок, деньги и денежный капитал [1, 2].

Существуют разные точки зрения на роль рынка ценных бумаг. Немарксистская традиция в экономической теории часто характеризует ценные бумаги и фондовый рынок как технические институты, выполняющие функции перераспределения свободных денежных средств, опосредования движения и оценки прав собственности, перераспределения риска и т.п. Другие ученые рассматривают ценные бумаги и фондовый рынок как социокультурные институты. Ценные бумаги, биржа, биржевая игра представлены в качестве отражения «спекулятивного духа», являющегося «формой проявления капиталистического предпринимательского духа»; акционерное общество — как новая капиталистическая форма предприятия, в котором на место страха в качестве движущей силы ставится надежда, возбуждение фантазии, «могучих инстинктов» быстрого приобретения.

По мнению Дж. Кейнса (1993), неустойчивость системы вытекает из ее соотношения с реальным сектором, которое ученый характеризует следующим образом: «Расширение производственного капитала в стране становится побочным продуктом деятельности игорного дома». Речь идет о том, что не потребности финансирования реальных инвестиций определяют в современном мире функционирование фондового рынка, а, наоборот, реальные инвестиции являются побочным результатом его деятельности, подчиняющейся своим собственным законам. При этом Кейнс отождествляет ожидания и решения реальных и финансовых инвесторов, поскольку, по его словам, «резкое падение курса акций оказывает губительное влияние на предельную эффективность капитала» [3].

Точка зрения Х. Мински (1981) представляется в виде «гипотезы финансовой нестабильности»,

представляющей собой наиболее известный вариант посткейнсианской теории делового цикла. В основу этой теории положена идея о двух принципиально различных видах цен, а именно цене спроса на инвестиционные товары, которая определяется оценкой их будущей доходности, и цене предложения тех же благ [4].

Т.И. Пэлли (1996) полагает, что только ожидания управляющих, контролирующих инвестиционную деятельность фирмы, решают, каким должен быть объем инвестиций. Акционеры владеют фирмой и торгуют правами на ее владение на фондовой бирже, и их ожидания имеют значение для оценки фирм, которая выражается в котировках акций [5]. В рамках вышеописанных подходов предполагается, что фондовый рынок и реальный сектор выступают либо как единое целое (Кейнс, Мински), либо как не зависящие друг от друга системы (Пэлли). Таким образом, рынок ценных бумаг является элементом финансовой, экономической и социальной системы государства.

В этой связи множественность и сложность текущих политических, социальных, экономических проблем на фоне незавершенных преобразований переходного периода в Кыргызской Республике актуализирует вопрос системного подхода к обоснованию путей модернизации экономики, т.е. определению приоритетных отраслей и сегментов национальной экономики, способных превратиться в источники устойчивого экономического роста. Одним из таких сегментов в современных условиях становится рынок ценных бумаг, играющий важную роль в укреплении финансовой системы государства. Поэтому вопрос повышения роли ценных бумаг в системе финансирования предприятий и государства как на мировом, так и на национальных финансовых рынках остается актуальным.

Масштабы и способы привлечения финансовых ресурсов в разных странах имеют свою специфику, тем не менее на современном этапе развития мирового финансового рынка значительная часть финансовых ресурсов привлекается посредством эмиссии ценных бумаг. Зарождение рынка ценных бумаг в Кыргызстане было обусловлено проведением приватизации государственных предприятий различных отраслей экономики.

Появились эмитенты — акционерные общества, инвесторы и профессиональные участники рынка ценных бумаг.

В первые годы своего развития и вплоть до 2001 г. фондовый рынок Кыргызстана имел в своем распоряжении единственный вид ценных бумаг — акции. И только с 2001 г. на рынке стал появляться такой важный финансовый инструмент, как облигация, причем существует четкая тенденция к дальнейшему развитию и расширению данного рынка. Поэтому реформы, начатые в сфере рынка ценных бумаг, с момента становления независимости проходят с разной степенью результативности и интенсивности. На это влияют различные факторы как объективного, так и субъективного характера. Фондовый рынок (как и любой другой) предполагает отношения обмена. На фондовом рынке в процессе обмена присутствуют ценные бумаги и деньги. Баланс между спросом на финансовые инструменты и потребностью в деньгах определяет котировки ценных бумаг. Приток денег на рынок приводит к увеличению курсовой стоимости бумаг, способствует дальнейшему перетоку денежных средств в ценные бумаги.

Роль фондового рынка рассматривается только в переоценке уже сделанных вложений, которая, по мнению Пэлли, нейтральна к текущим инвестициям. Реальные инвестиции определяются управляющими компаниями, которые оценивают будущую доходность инвестиций. Именно такая ситуация складывается в Кыргызстане, игра на небольшом рынке ценных бумаг осуществляется в основном государственными чиновниками через подставных лиц, далеко не рыночными механизмами.

Известно, что на рынке ценных бумаг постоянно сталкиваются интересы разных его участников, и в этом отношении роль государства как регулирующего органа, обеспечивающего необходимыми нормативными документами данный рынок, весьма значима. Вместе с тем нельзя забывать о том, что рынок ценных бумаг развивается, лишь когда государство не превышает границы своего непосредственного вмешательства в процесс привлечения частных инвестиционных ресурсов и вложения их в экономику страны. В целях совершенствования и развития государственного участия на финансовых рынках необходимо:

- регулирование механизмов отношений между эмитентом и инвестором и профессиональными участниками рынка;

- широкое использование механизмов по раскрытию информации обо всех участниках рынка, для того чтобы они знали друг о друге то, что необходимо для принятия деловых решений при осуществлении операций на рынке;

- ликвидация механизмов недобросовестной конкуренции путем непринятия регулятивных документов, обеспечивающих преференции отдельным участникам рынка;

- совершенствование механизма обсуждения имеющихся проблем рынка ценных бумаг;

- усовершенствование механизмов контроля над финансовой устойчивостью и безопасностью рынка, а именно: регистрация и контроль входа на рынок, регистрация ценных бумаг, надзор за финансовым состоянием инвестиционных институтов, принятие мер по их оздоровлению, контроль соблюдения правовых и этических норм, применение санкций;

- создание механизма защиты интересов инвесторов от потерь;

- использование механизмов предотвращения негативного воздействия на фондовый рынок других видов государственного регулирования (монетарного, фискального, валютного, налогового).

Динамично развивающаяся экономика базируется на развитом финансовом рынке страны. По объемам фондового рынка можно судить не только о его развитии в текущий момент, но и делать выводы обо всей экономике в целом. Фондовый рынок часто называют «зеркалом экономики», поскольку он отражает положительные и отрицательные моменты политической и экономической жизни страны. Отмечая особенности нашего рынка, можно сказать, что иностранные инвесторы предпочитают краткосрочные вложения, стремясь к максимизации прибыли и минимизации рисков. Из опыта мировой практики известно, что в мире наработан целый арсенал защитных форм и механизмов на рынке ценных бумаг, к которым можно отнести компенсационные и гарантийные фонды, негосударственные пенсионные фонды, страхование, причем в самых разных вариантах государственного участия. К примеру, негосударственные пенсионные фонды (НПФ) могли бы решить важные проблемы социальной защиты населения, а самое главное, стать надежным источником «длинных» денег, в которых нуждается Кыргызстан при реализации инвестиционных

проектов. Кроме того, появление негосударственных пенсионных фондов означает рождение нового игрока на рынке ценных бумаг. Капитал, накопленный НПФ, сформированный за счет взносов предпринимателей, рабочих, служащих, на довольно длительный срок мог бы стать инвестиционным капиталом для частных лиц, государства, банковской системы и рынка ценных бумаг.

Анализ показал, что в республике не существует опыта заключения предпринимателями сделок с производными финансовыми инструментами на внутреннем и внешнем рынках, хеджирования ценовых рисков на валютном и нефтяном рынках, на зарубежных биржах (в отличие, например, от России). Главная причина отставания — отсутствие законодательных основ функционирования рынков производных финансовых инструментов.

В качестве первого шага в решении вопроса требуется разработка нормативных основ в виде постановления регулятора фондового рынка. Для обеспечения возможности долгосрочного хеджирования с помощью опционов требуется уточнение порядка учета опционов для целей резервирования (банки) и собственного капитала (профессиональные участники). Следует совершенствовать подходы к определению налогооблагаемой базы по операциям РЕПО и коротких позиций, а также формированию единой учетно-расчетной инфраструктуры этого рынка и повышению его капитализации. В любом случае решение данной проблемы зависит от степени развития участников и потребителей финансового рынка, рыночной потребности в проведении подобных видов операций.

Стимулирование со стороны государства может заключаться также в содействии разработке соответствующей законодательной базы и обеспечении защиты прав инвесторов, включая подготовку межгосударственных ведомственных документов, которые открывают возможность, например, заключения междепозитарных или межбиржевых соглашений по реализации торговых и расчетных систем проектов.

Увеличение спроса на кредитные ресурсы со стороны реального сектора экономики стимулирует поиск долгосрочных финансовых ресурсов и новых форм рефинансирования ранее инвестированных средств, поэтому актуально развитие финансовых инструментов, обеспеченных активами

(секьюритизация активов). Приходится констатировать, что сегодня таких инструментов на фондовом рынке Кыргызской Республики нет.

Развитие инструментов секьюритизации (в мировой практике этот класс ценных бумаг активно используется для расширения возможностей рефинансирования кредитов, например на покупку автомобилей, обучение и т.д.) сдерживается отсутствием правовых основ в законодательстве и несоответствием стандартам современного мирового рыночного хозяйства. Принят Закон Кыргызской Республики «Об ипотечных ценных бумагах», который, помимо общего круга вопросов, относящихся к данному инструменту, должен содержать следующее: положения, регулирующие механизм обращения ипотечных бумаг; перечень видов активов, которые могут быть использованы; введение законодательных ограничений на возможность признания уступки прав требования недействительной и др.

Еще одной проблемой является развитие нового вида ценных бумаг (коммерческих), обусловленное потребностью акционерных обществ в пополнении своих оборотных средств посредством выпуска краткосрочных облигаций и создания тем самым реальной альтернативы вексельному рынку. Выпускать подобные финансовые инструменты могли бы только наиболее стабильные и крупные открытые акционерные общества, акции которых прошли процедуру листинга на фондовой бирже. Коммерческие ценные бумаги могли бы выпускаться в форме облигаций, не предоставляющих их владельцам (держателям) иных прав, кроме права на получение номинальной стоимости и фиксированного процента от номинальной стоимости в срок не позднее 9 месяцев с даты их размещения. При этом должна проводиться упрощенная процедура эмиссии таких краткосрочных облигаций без государственной регистрации выпуска облигаций, регистрации проспекта эмиссии и отчета об итогах выпуска облигаций. Размещение и обращение коммерческих ценных бумаг должно ограничиваться проведением торгов на фондовой бирже, которая допустила их к торговле и на которую ложится функция контроля раскрытия соответствующей информации, а также ответственность за законность допуска данных бумаг к торгам.

Основой заинтересованности массового инвестора в сделках с ценными бумагами на финансо-

вом рынке мог бы стать более выгодный уровень доходности по сравнению с другими видами операций и безопасный способ хранения, преумножения сбережений. Серьезной проблемой остается создание условий для массовых сделок на фондовом рынке, поэтому целью государственной политики является повышение эффективности привлечения ресурсов на финансовых рынках и снижение уровня транзакционных издержек. Например, о существовании фондового рынка в республике в 2003 г. знали 35,3% населения Бишкека, а в 2014 г. доля осведомленного населения составила 49,3%. В 2003 г. запасы денежной массы населения чаще перетекали в иностранную валюту. Об этом свидетельствуют данные исследования, отражающие тот факт, что иностранная валюта (особенно американский доллар) занимала второе место по популярности вида сбережений: 25,7% сбережений аккумулировалось в национальной валюте, 17,5% — в иностранной валюте, 1,7% — в ценных бумагах.

В 2014 г. ситуация несколько изменилась: доля накоплений в национальной валюте выросла с 25,7 до 35,5%, существенно снизилась доля сбережений в валюте — с 17,5 до 11,7%, увеличилась доля ценных бумаг — с 1,7 до 3,5%. Тем не менее большинство жителей республики не хотят вникать в состояние дел на рынке ценных бумаг [6].

Все вышеперечисленные финансовые производные инструменты способствовали бы активизации рынка ценных бумаг в части перераспределения инвестиционных ресурсов, обеспечивая их концентрацию в наиболее доходных и перспективных отраслях (на предприятиях, в проектах) и одновременно отвлекая финансовые ресурсы из отраслей, которые не имеют четко определенных

перспектив развития. Фондовый рынок Кыргызстана пока остается исключением из правил, где ресурсы внутренних инвесторов практически не используются для финансирования экономики. Опыт же стран с быстрорастущей экономикой показывает, что наиболее эффективной является практика финансирования бюджета за счет внутренних инвестиций. К примеру, в Казахстане внутренний долг в 4 раза превышает внешний. В Российской Федерации размер внутренних заимствований составляет более 55% от общего объема государственного долга [6, с. 66].

В настоящее время рынок ценных бумаг характеризуется высокой рискованностью и нестабильностью, которая сильно зависит от крупных и развитых рынков. Динамика развития рынка ценных бумаг Кыргызстана, исходя из показателей соотношения капитализации эмитентов к ВВП, характеризуется данными *табл. 1*.

Согласно данным *табл. 1* в последние годы у хозяйствующих субъектов меняется отношение к фондовому рынку. Сегодня имеется ряд успешных предприятий, которые в целях развития своего производства активно используют фондовый рынок для привлечения необходимых финансовых ресурсов.

Данные *табл. 2* свидетельствуют о том, что за 2005–2014 гг. был зарегистрирован 621 выпуск простых именных акций. Наименьший объем выпуска акций пришелся на 2010 г. — всего 55. Свидетельством увеличения темпов дальнейшего развития акционерных форм собственности, а также оживления деловой активности может служить тот факт, что из 621 зарегистрированного выпуска акций 337 являются учредительными.

Фондовый рынок Кыргызской Республики сегодня можно охарактеризовать как недостаточно

Таблица 1

Соотношение емкости рынка ценных бумаг к ВВП за 2005–2014 гг.

Показатель	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2012	2014
ВВП, млрд сом	100,9	113,8	141,9	187,9	201,2	220,3	285,9	304,4
Капитализация рынка ценных бумаг, млрд сом	34,4	35,3	32,8	35,6	43,0	46,3	48,6	48,9
В % к ВВП	34,1	31,0	23,1	18,9	21,3	21,0	16,9	16,1
Стоимость выпущенных акций	0,35	0,26	0,25	0,27	0,31	0,32	0,33	0,35
В % к ВВП	0,35	0,23	0,18	0,14	0,15	0,14	0,12	0,11

Источник: рассчитано автором на основе данных НСК: Финансы предприятий. Бишкек, 2005–2014. С. 173, 175, 189.

Таблица 2

Общий объем эмиссий акций за 2005–2014 гг., млн сом

Показатель	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2012	2014
Количество эмиссий, единиц	61	71	77	95	94	55	85	83
Объем эмиссий	4421,4	2603,0	2117,2	5932,5	7484,5	3320,4	2455,0	2378,7
Объем эмиссий на одну сделку	2,5	1,1	0,3	0,7	1,4	2,1	1,3	1,2

Источник: составлено на основе данных отчета Государственного агентства регулирования и надзора за финансовым рынком при Правительстве КР за 2005–2014 гг.

Таблица 3

Причины, мешающие развитию фондового рынка в Кыргызстане, 2003–2014 гг., %

Причина	2003	2014	Изменение
Низкие доходы населения	24,8	36,8	12
Недостаток информации	8,5	7,4	-1,1
Недостаток знаний у населения	7,8	12,4	5,7
Корруптированность экономики	34,4	38,3	3,9
Другие причины	11,5	3,1	-8,4
Затрудняюсь ответить	13,0	2	-11

Источник: данные получены на основе авторского исследования, проведенного среди населения г. Бишкека совместно с ОЦ «Филаментум» в 2003 и 2014 гг.

эффективный механизм с высокими рисками, выполняющий задачи лишь узкого круга инвесторов. Пока объем продаж на фондовом рынке не достиг того уровня, который бы позволял обеспечивать достаточное финансирование экономики нашей страны через фондовый рынок. Общую позицию участников по отношению к фондовому рынку можно оценить как недоверие и опасение. Большое влияние на формирование такого мнения оказала теневая экономика. Об этом свидетельствуют данные, полученные в результате социологического исследования.

Анализ данных, приведенных в табл. 3, показывает, что на 12 процентных пунктов (п.п.) возросла доля населения (36,8–24,8), которая отмечала важность низких доходов. Несмотря на рост доходов населения, особое опасения вызывает коррупптированность экономики республики, поднявшаяся на 3,9 п.п. (38,3–34,4) по сравнению с 2003 г. Население стало в большей степени ощущать недостаток знаний, демонстрируя рост по этому факту на 5,7 п.п. (12,4–7,8). Все вышеу-

казанные проблемы ограничивают возможность роста числа долгосрочных инвесторов. В этой связи необходимо развивать рекламные коммуникации в области информирования населения о новых возможностях инвестирования, при этом акцентировать внимание на инструментах фондового рынка, их возможной доходности и рыночном риске.

Анализируя вышеизложенное, возникает вопрос: а как можно изменить ситуацию в Кыргызстане? Проблема не только в сфере регулирования взаимоотношений государства, предприятий и домашних хозяйств на рынке ценных бумаг. Дело скорее всего в том, как на профессиональном уровне обеспечить комплекс мер, направленных на стимулирование участия населения на рынке ценных бумаг. Проблемы формирования и дальнейшего развития рынка ценных бумаг как основы структурных преобразований исследованы до сегодняшнего дня только с позиций организации, регулирования деятельности инфраструктуры, законодатель-

ного обеспечения. Практически исследования проводились в отрыве от инвестиционного процесса. И сегодня очевидна необходимость создания сети фондовых центров для населения с

целью повышения их финансовой грамотности в вопросах правильного направления свободных денежных средств — в инвестирование реального сектора экономики.

ЛИТЕРАТУРА

1. *Галанов В.А., Басов А.И.* Рынок ценных бумаг. М.: Финансы и статистика, 1999. С. 93.
2. *Маркс К.* Капитал. Т. 3. Ч. 2. М.: Издательство политической литературы, 1978. С. 525.
3. *Кейнс Дж. М.* Общая теория занятости, процента и денег / Антология экономической классики. М.: Экономика, 1993. С. 259.
4. *Мински Х.В.* Экономическая теория Кейнса: Общий взгляд на деньги / Современная экономическая мысль / под ред. С. Вайнтрауба. М.: Прогресс, 1981. С.436.
5. *Palley T.I.* Post Keynesian Economics: Debt Distribution and the Macroeconomy. London, Macmillan, 1996.
6. *Токтосунова Ч.Т.* Проблемы формирования и развития РЦБ в КР. Бишкек, 2013.

REFERENCES

1. *Galanov V.A., Basov A.I.* Securities market [Rynok cennyh bumag]. Moscow, Finance and statistics, 1999, p. 93 (in Russian).
2. *Marx K.* Capital [Kapital]. T. 3. Ch. 2. Moscow, Publishing house of political literature, 1978, p. 525 (in Russian).
3. *Keynes J. M.* General theory of employment, percent and money / Anthology of economic classics [Obshhaja teorija zanjatosti, procenta i deneg / Antologija jekonomicheskoy klassiki]. Moscow, Economy, 1993, p. 259 (in Russian).
4. *Minski H.V.* Economic theory of Keynes: A general view on money / Modern economic thought [Jekonomicheskaja teorija Kejnса: Obshhij vzgljad na den'gi / Sovremennaja jekonomicheskaja mysl'] / under the editorship of S. Vayntrauba. Moscow, Progress, 1981, p. 436 (in Russian).
5. *Palley T.I.* Post Keynesian Economics: Debt Distribution and the Macroeconomy. London, Macmillan, 1996 (in England).
6. *Toktosunova Ch. T.* Problems of formation and development of RTsB in the Kyrgyzstan [Problemy formirovaniya i razvitiya RCB v KR]. Bishkek, 2013 (in Russian).

Соглашение между Россией и Киргизией о порядке пребывания граждан

2 марта 2016 г. Президент России В.В. Путин подписал Федеральный закон «О ратификации Соглашения между Российской Федерацией и Киргизской Республикой о порядке пребывания граждан Российской Федерации на территории Киргизской Республики и граждан Киргизской Республики на территории Российской Федерации». Цель Соглашения – дальнейшее развитие дружественных отношений между двумя государствами и правовое урегулирование поездок их граждан. Соглашением предусматривается освобождение граждан одной стороны, временно пребывающих на территории другой стороны, от обязанности регистрации (постановки на учет по месту пребывания).

Источник: <http://www.kremlin.ru/catalog/countries/KG/events/51422>