

ПРОБЛЕМЫ РАЗВИТИЯ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

*С.С.МЕЛЬНИКОВА, Бишкекская
финансово-экономическая академия*

Сложившийся в Кыргызстане рынок ценных бумаг практически не выполняет свою основную функцию по аккумуляции сбережений и превращению их в инвестиции. Рынок ценных бумаг имеет низкую емкость (выраженную как через капитализацию, так и через объемы торговли), отличается высоким уровнем инвестиционного риска. Чрезвычайно низка доля первичного рынка и рынка негосударственных эмиссионных ценных бумаг. Рынок корпоративных ценных бумаг характеризуется низким уровнем ликвидности.

Причинами, стимулирующими кризисные явления на рынке акций, являются:

- ориентация участников рынка на получение спекулятивного дохода и отсутствие интереса к долгосрочным вложениям;

- низкий объем рынка;

- концентрация рынка в Чуйской долине;

- недопустимо низкое присутствие на рынке ценных бумаг отечественных индивидуальных инвесторов;

- минимальный интерес эмитентов к открытому рынку;

- слабые представления эмитентов касательно возможностей рынка по мобилизации капиталов;

- сохранение существенных пробелов и противоречий в нормативно-правовой базе рынка ценных бумаг.

В краткосрочном периоде для рынка ценных бумаг будут характерны следующие тенденции:

- массовый отток инвестиций вследствие высокого инвестиционного риска;

- уход с рынка наиболее квалифицированных кадров вследствие снижения рентабельности бизнеса;

- превращение рынка акций в рынок контрольных пакетов;

- низкая вероятность существенного усиления интереса иностранных инвесторов к кыргызскому рынку, как в силу сохраняющихся внутренних налоговых проблем и неопределенности в отношении реструктуризации банковской системы, так и в связи с возможным обострением кризиса мировой валютно-финансовой системы;

- появление новых для кыргызского рынка инструментов, связанных с попытками предприятий реального сектора найти альтернативные источники финансирования (корпоративные облигации, ипотечные ценные бумаги, закладные бумаги);

- развитие новых форм коллективного инвестирования (закрытые паевые инвестиционные фонды в сфере недвижимости, негосударственные пенсионные фонды и др.);

- активизация деятельности саморегулируемых организаций профессиональных участников рынка ценных бумаг и инвесторов (акционеров).

В то же время на рынке ценных бумаг сконцентрированы наиболее квалифицированные специалисты, уверенно ориентирующиеся в законах рыночной экономики, на уровне мировых стандартов функционирует инфраструктура рынка и его профессиональных участников.

У кыргызского рынка ценных бумаг существует значительный потенциал развития. В его основе лежат такие факторы, как большое число созданных в процессе приватизации открытых акционерных обществ, значительное количество перспективных предприятий, интерес многих предприятий к дополнительным эмиссиям, желание муниципальных органов власти осуществить выпуски своих займов (облигаций) и ряд других.

Ключевой задачей, которую должен выполнять рынок ценных бумаг в Кыргызстане, является прежде всего обеспечение гибкого межотраслевого перераспределения инвестиционных ресурсов, притока национальных и зарубежных инвестиций на кыргызские предприятия, формирование необходимых условий для стимулирования накопления и трансформации сбережений в инвестиции.

С учетом специфики формирования кыргызского рынка ценных бумаг в рамках переходной экономики складывающаяся модель должна содействовать также достижению следующих целей:

- формированию условий для экономического роста;

- надежной защите прав инвесторов;

- развитию процессов интеграции регионов Кыргызстана на основе формирования единого цивилизованного фондового рынка;

- стимулированию вложения капиталов кыргызских инвесторов преимущественно в кыргызскую экономику.

Эта модель может включать в себя любые системы торговли, применяющиеся на различных биржах и в различных сегментах рынка, однако она должна строиться на основе единого информационного пространства и информационной прозрачности рынка. При этом не исключается применение различных моделей для государственных

ценных бумаг. Выработанная в ходе развития рынка ценных бумаг модель должна обеспечивать:

- максимальную ликвидность ценных бумаг, обращающихся на рынке;
- распределение ответственности и эффективную систему управления рисками;
- информационную прозрачность рынка;
- возможность наращивать обороты без внесения существенных структурных изменений в модель;
- возможность технологической совместимости кыргызского рынка ценных бумаг с зарубежными рынками.

Одной из важнейших проблем, которую сейчас приходится решать местным органам законодательной и исполнительной власти - это изыскание дополнительных финансовых ресурсов для решения острых социально-экономических проблем и выполнения инвестиционных программ развития инфраструктуры своих территорий. Одним из методов привлечения местными органами власти заемных средств является выпуск в обращение муниципальных долговых обязательств. Широкое развитие системы облигационных займов позволяет местным органам власти самостоятельно бороться с дефицитом своих бюджетов, решать проблему их дотационности из вышестоящего бюджета, а также финансирования проектов, обеспечивающих решение социально-экономических задач развития своей территории.

Можно выделить следующие основные цели выпуска муниципальных ценных бумаг:

- финансирование текущего дефицита местного бюджета;
- погашение ранее размещенных долговых обязательств, при этом фактически осуществляется рефинансирование задолженности;
- финансирование собственных местных программ и капиталоемких проектов. Наиболее привлекательными с этой точки зрения являются займы для решения жилищных проблем, развития местной инфраструктуры;
- привязка выпуска муниципального займа к решению общенациональных инвестиционных программ путем предоставления ему соответствующих государственных гарантий.

Осуществляя выпуски облигационных займов, местные администрации решают ряд важнейших задач как долгосрочного, так и оперативного характера. Эмиссия облигаций способствует снижению процентных ставок по заемным ресурсам, мобилизуя незадействованные на финансовом рынке средства нерезидентов, физических лиц, а также средства небанковских организаций, что обеспечивает возможность заимствования на более предпочтительных условиях по сравнению с привлечением на эти цели прямых кредитов коммерческих банков. Выпуск в обращение муниципальных облигаций позволяет мобилизовать средства под конкретные инвестиционные проекты и делает их реальным механизмом формирования и модернизации промышленной структуры экономики регионов.

Важным моментом для привлечения инвесторов является доступность и прозрачность информации об

эмитенте. Полнота и доступность официальной информации может в значительной степени исключить использование инвестором неконтролируемых неофициальных источников. До сих пор финансовый и экономический анализ муниципалитетов затруднен - статистика непрозрачна и многие данные неточны. Сложно получить достоверные сведения о бюджетах, их наполнении, объемах ВВП, доли убыточных предприятий и т.д. Единственный способ исправить положение - законодательно обязать эмитентов раскрывать эту информацию

Существует обширная как зарубежная, так и отечественная практика проведения рейтинговых оценок инвестиционного климата муниципалитета. Традиционно рейтинги составляются на основании таких групп показателей, как экономическое состояние муниципального образования, бюджет и его исполнение, уровень развития инфраструктуры, политическая и социальная обстановка и анализ административно-юридических основ выпуска.

В соответствии с существующей международной практикой, как правило, объектом исследований является страна целиком. Кыргызстан не имеет в настоящий момент кредитного рейтинга. Городу Бишкек в 1998 г. Международным агентством по рейтингу FITCH IBCA был присвоен долгосрочный рейтинг "B+", который отражает, согласно рейтинговой шкале, инвестиционный риск, восприимчивый к неблагоприятным изменениям в экономике и финансовом состоянии города.

Поэтому вопрос об улучшении инвестиционной привлекательности муниципалитетов для иностранных инвесторов может рассматриваться, в основном, в контексте улучшения инвестиционной привлекательности в целом, хотя бы из-за высоких политических рисков.

Соответственно, не может быть переоценена необходимость активной и целенаправленной политики государства в отношении развития рынка ценных бумаг, формирования модели регулирования рынка, которая будет адекватна конкретным условиям кыргызской экономики, национальным интересам и традициям. Необходимость эффективного регулирования рынка очевидна:

- предоставляет "правила игры" для цивилизованной конкуренции между участниками рынка, которая, в конечном итоге, приводит к расширению и улучшению качества предлагаемых инвестором услуг;

- создает условия, позволяющие населению с уверенностью вкладывать средства, а участникам рынка - безбоязненно расширять свой бизнес;

- обеспечивает высокие стандарты поведения участников, минимизируя риск мошенничества и злоупотреблений.

В силу вышеуказанных экономических и социальных причин и важности этой отрасли для развития и стабилизации экономики, рынок ценных бумаг должен рассматриваться как область интенсивного регулирования. С учетом накопившегося комплекса экономических и институциональных проблем 90-х годов интенсификация государственного регулирования становится неизбежной. Эффективность такого

регулируемого в большой мере зависит от объемов, эффективности и интенсивности институционального регулирования.

Таким образом, акцент при выборе дальнейших путей реформирования должен быть сделан именно на институциональном аспекте (законодательство, защита прав собственности, равнодоступные финансовые рынки, равные условия конкуренции) модернизации и привлечения инвестиций.

Большинство принимавшихся во второй половине 90-х годов программ институциональных реформ в рассматриваемых областях фактически остались на бумаге. От государства требуется более четко определить свою позицию, по крайней мере, по четырем принципиальным вопросам:

Во-первых, это опасность реприватизации в Кыргызстане в целом как фактор снижения инвестиционной привлекательности страны. Это может быть собственно национализация, или деприватизация, т.е. возврат приватизированного имущества государству.

Общая неопределенность (непрозрачность) политики государства в данной сфере является одним из основных факторов, препятствующих созданию благоприятного инвестиционного климата Кыргызстана. Необходима жесткая и обоснованная декларация о намерениях со стороны правительства, с указанием принципиальных процедур и описанием мер защиты интересов инвесторов.

Во-вторых, это резкое ускорение процессов перераспределения собственности в Кыргызстане и обострение (ужесточение) корпоративных конфликтов. В ряде случаев основанием для консолидации контроля или корпоративной агрессии стало резкое обесценение корпоративных бумаг.

Требуется детальный анализ типовых корпоративных конфликтов и применявшихся способов их урегулирования. На этой основе должны быть, во-первых, внесены адекватные поправки в законодательство, во-вторых, выработана типовая модель ответной реакции уполномоченных органов государственной власти.

В-третьих, острой проблемой остается ситуация в области инфорсментов, тесно связанная с корпоративными конфликтами. Построение соответствующей инфраструктуры, направленной на исполнение законодательства, является необходимым условием формирования правового поля для цивилизованной смены собственников.

В пользу дальнейшего ужесточения инфорсментов на рынке ценных бумаг со стороны регулирующего органа свидетельствуют в первую очередь объемы и количество различных видов нарушений. Так, наиболее типичными видами правонарушений являются:

- деятельность на рынке ценных бумаг лиц без действующей лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг;

- осуществление операций с ценными бумагами без поручения их собственника или неосуществление таких операций при наличии поручения собственника;

- нарушение установленных процедур корпоративного управления акционерными обществами;

- нарушение установленного порядка раскрытия информации эмитентами ценных бумаг и профессиональными участниками рынка ценных бумаг.

Проблема инфорсментов тесно связана с реформой государственных институтов.

В-четвертых, это укрепление институтов государственной власти, преодоление синдромов и последствий слабого государства, характерного для Кыргызстана с конца 80-х годов. Благоприятный инвестиционный климат немыслим без укрепления государства.

Необходимой предпосылкой развития рынка ценных бумаг (инвестиционной активности) является низкий уровень инфляции, равно как и предсказуемость поведения цен в экономике. Поэтому важнейшей задачей остается проведение политики, направленной на устойчивое снижение инфляции и инфляционных ожиданий. Без серьезных усилий по урегулированию проблемы государственного долга, а также без введения жестких ограничений на формирование государственного долга невозможно сколько-нибудь серьезно улучшить имидж Кыргызстана в глазах инвесторов.

Сильнейшим фактором нестабильности, связанным с возможной финансовой несостоятельностью государства, является огромный государственный долг, в первую очередь внешний. Объем государственного долга несопоставим с источниками обеспечения, временная структура платежей по обслуживанию государственного долга крайне неблагоприятна. Запланированные платежи должны были составить около 90 % доходов бюджета, что нереально. Состояние государственного долга предопределяет низкую привлекательность Кыргызстана, поэтому без решения проблемы задолженности нельзя рассчитывать на значительный приток капитала на приемлемых условиях.

Необходимо принять во внимание также тот факт, что с высокой степенью вероятности движение рынка ценных бумаг в Кыргызстане будет определяться длительными экономическими волнами, в которых существуют мировые рынки ценных бумаг.

На современном этапе развития правовой базы рынка требуется системный подход к разработке и обновлению законодательства на основе следующих принципов:

- развитие нормативной правовой базы рынка как часть проводимой в Кыргызстане правовой реформы;

- преемственность в развитии нормативной правовой базы рынка, эволюционный характер этого процесса;

- декларирование политики в области совершенствования нормативной правовой базы рынка в целях информирования его субъектов о планируемых изменениях правового режима;

- использование гражданского права как основы для развития специальной нормативной правовой базы рынка в сочетании с формированием новых правовых институтов, способствующих становлению и развитию рынка;

- преимущественная и всесторонняя защита законных прав и интересов инвесторов;

- пресечение незаконной деятельности на рынке, повышение ответственности профессиональных участников рынка ценных бумаг и эмитентов за результаты своей деятельности;

- введение административной и уголовной ответственности за наиболее опасные правонарушения на рынке ценных бумаг и совершенствование частноправовых способов защиты прав и интересов профессиональных участников рынка ценных бумаг;

- создание разнообразных форм компенсаций, систем взаимных гарантий и страхования на рынке ценных бумаг в целях снижения риска при осуществлении инвестиций в ценные бумаги и повышения доверия инвесторов к рынку ценных бумаг;

- обеспечение инвесторов полной и достоверной информацией о ценных бумагах и их эмитентах;

- повышение требований к лицензированию профессиональных участников рынка, обеспечивающих высокий уровень их квалификации, достаточность собственных средств, поддержание высоких стандартов добросовестности и открытости при осуществлении ими профессиональной деятельности;

- создание равных условий и обеспечение конкуренции при осуществлении предпринимательской деятельности на рынке ценных бумаг;

- создание системы независимого общественного контроля деятельности на рынке, развитие общественной инициативы и повышение роли общественных объединений инвесторов, профессиональных участников рынка в формировании отвечающего потребностям современного общества рынка;

- постепенное увеличение степени открытости рынка для инвесторов и финансовых институтов как иностранных, так и отечественных;

- введение системы эффективного надзора над деятельностью профессиональных участников рынка, обслуживающих граждан.

Существующая нормативная правовая база пока фрагментарна и не обеспечивает должной защиты прав инвесторов. Среди важнейших “белых пятен” необходимо отметить следующее:

- не созданы юридические механизмы для установления, предупреждения и пресечения мошенничества;

- нет четкого регулирования отношений, связанных с инсайдеровскими сделками;

- сохраняется проблема предотвращения (пресечения) манипулирования ценами на рынке;

- на начальной стадии находится регулирование сделок между аффилированными лицами.

Требуется также принятие специальных законов (или по крайней мере учет этих проблем в рамках Закона “Об акционерных обществах”). Необходимо в целях установления ответственности как профессиональных участников рынка ценных бумаг, так и иных лиц, располагающих служебной информацией, за совершение сделок с использованием такой информации в своих интересах

(получение незаконного дохода) или передачи такой информации для совершения сделок третьим лицам.

В этом Законе должны присутствовать нормы, определяющие круг лиц, располагающих служебной информацией; нормы, устанавливающие запрет на использование ими такой информации для заключения сделок и передачу ее для совершения сделок третьим лицам; нормы, предоставляющие право исполнительной власти, осуществляющей государственное регулирование рынка ценных бумаг, налагать штрафы в случае совершения определенными лицами сделок с ценными бумагами с использованием служебной информации, а также за передачу такой информации для совершения сделок третьим лицам.

Закон “Об аффилированных лицах” необходим для четкого определения понятия аффилированного лица и установления требований и порядка совершения сделок с аффилированными лицами или с их участием. Понятие «аффилированное лицо» целесообразно определять посредством выделения ряда взаимосвязей между юридическими и (или) физическими лицами, при наличии которых имеет место отношение аффилированности. Эти взаимосвязи возможно разделить на несколько групп по следующим основаниям: участие в органах управления; участие в капитале; имущественные отношения; родственные отношения; деловые отношения.

Для эффективного и стабильного развития рынка ценных бумаг необходимо взвешенное регулирование различных типов участников рынка: перекосы в пользу той или иной группы недопустимы.

Закон “Об акционерных обществах” особенно необходим в плане защиты интересов инвесторов, но в настоящий момент он находится на рассмотрении в правительстве.

Еще более существенной практической проблемой является знание основ корпоративного управления самими акционерами. Знания должны помочь мелкому акционеру понять процедуры реализации следующих возможностей:

- доступ мелкого акционера к информации (включая хозяйственные договоры);

- право инициирования обсуждения проблемных вопросов на общем собрании;

- право обращения в суд с исками о нанесенном ущербе и создание в суде необходимых прецедентов;

- изыскание возможностей покрытия издержек такого мониторинга со стороны мелких акционеров (особенно если конфликт инициирован группой резидентов-держателей высокораспыленного пакета).

К основным направлениям создания условий для привлечения инвестиций относятся:

- снижение барьеров для выхода предприятий на рынок инвестиционных ресурсов (упрощение процедуры и сокращение сроков регистрации выпуска ценных бумаг);

- создание правил и процедур выпуска и обращения коммерческих ценных бумаг (векселей, закладных, двойных складских свидетельств и т.п.), а также стандартов деятельности профессиональных участников с ними.

Совокупность действующих на рынке ценных бумаг профессиональных участников представляет чрезвычайно важную отрасль рыночной экономики. Соответственно, в задачи государственного регулирования входит обеспечение развития рынка ценных бумаг как одной из важнейших отраслей сферы финансовых услуг, и сохранение национального контроля над этой отраслью.

Для развития брокерской и дилерской деятельности необходимо решить следующие стратегические задачи:

- укрупнение и повышение уровня капитализации;
- диверсификация и внедрение на рынок новых финансовых инструментов;
- развитие стандартов внутреннего контроля;
- повышение стандартов профессиональной деятельности;
- повышение уровня компетентности специалистов на рынке ценных бумаг;
- развитие и ужесточение системы регулирования и надзора над деятельностью профессиональных участников рынка ценных бумаг на основе саморегулирования;
- развитие системы сбора и раскрытия информации о профессиональных участниках рынка ценных бумаг.

Главной стратегической задачей регулирования брокерской деятельности является защита интересов инвесторов по следующим направлениям:

- преодоление асимметрии информации между брокером и клиентом, возникающей в силу того, что брокер как профессиональный участник рынка обладает большей информацией о качественных характеристиках предлагаемых инвестору ценных бумаг, а также ценовых и объемных характеристиках рынка;
- обеспечение условий приоритетного исполнения клиентских заявок на покупку и продажу ценных бумаг по сравнению с операциями за собственный счет (дилерскими операциями);
- предотвращение несанкционированных операций с клиентскими ценными бумагами.

Имеющиеся конфликты интересов при осуществлении профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, несоблюдение требований прозрачности профессиональными участниками требуют внедрения специальных инструментов защиты имущественных интересов инвесторов.

В частности, необходимо развитие коммерческого страхования профессиональными участниками фондового рынка. Необходимо также максимальное развитие специализации на основе принципа реализации основных видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг как исключительных; переход от системы универсальных финансовых институтов к специализированным.

В число текущих мер по развитию брокерской и дилерской деятельности на рынке ценных бумаг входят:

- снижение стоимости услуг брокеров биржи и других организаторов торговли, а также услуг на

перерегистрацию прав собственности. Это может рассматриваться как необходимое условие привлечения мелких инвесторов на фондовый рынок;

- более жесткое регулирование финансовых рисков в брокерско-дилерских компаниях, развитие различных систем их страхования;
- формирование правовой базы для преодоления конфликта интересов при совмещении функций брокерской, дилерской деятельности и деятельности по ответственному хранению и обслуживанию ценных бумаг клиентов;
- развитие системы функционального регулирования брокерской деятельности на основе взаимодействия государственных органов и саморегулируемых организаций участников рынка ценных бумаг;
- урегулирование проблемы полномочий доверительного управления (представительства доверительного управляющего);
- детализация института номинального держателя, а также развитие и регламентация форм кредитования клиентов под залог ценных бумаг;
- совершенствование стандартов внутреннего учета (back-office) на основе дифференцированного подхода к различным категориям профессиональных участников.

В перспективе для учета потребностей различных групп инвесторов необходимо развивать торговые системы различных видов: аукционные торговые системы для обслуживания мелких инвесторов и мелких сделок; дилерские торговые системы - для обслуживания крупных сделок.

Вместе с развитием торговых систем следует решить проблему снижения рисков инвесторов, возникающих в торговых системах. Решению этой проблемы может помочь осуществление следующих мер: повышение информационной прозрачности рынка; повышение ликвидности; создание системы надзора над участниками рынка со стороны организаторов торговли; создание страховых и гарантийных фондов в рамках торговых систем; организация системы раскрытия информации о совершаемых сделках.

Основные усилия должны быть направлены на развитие инфраструктуры организованных рынков, в рамках которых торговые и расчетные операции осуществляются в соответствии со стандартными правилами и процедурами. При этом общей задачей будет являться стимулирование внедрения электронного документооборота при совершении и исполнении сделок с ценными бумагами, принятие единых стандартов разработки и сертификации систем электронной цифровой подписи и шифрования данных, пригодных для использования в любой технической системе, поддерживающей функционирование инфраструктуры фондового рынка.

Основной задачей развития внебиржевой торговли является предотвращение монополизации рынка, обеспечение достаточной открытости информации в отношении реальных цен и объемов сделок. С точки зрения защиты прав инвесторов необходимо создать механизмы, обеспечивающие

раскрытие информации и предотвращение манипулирования ценами.

Определенные преимущества может иметь организация совместно с профессиональными участниками рынка ценных бумаг сети фондовых центров для операций с населением в их регионах.

Имеющиеся нарушения со стороны регистраторов (отсутствие необходимой информации об эмитентах и полной информации в передаточных распоряжениях, нарушение сроков проведения операций в реестре) обуславливают необходимость совершенствования этой отрасли.

Решение указанных выше проблем должно быть обеспечено в результате развития программы по страхованию рисков регистраторов и программы гарантирования подписи, а также внесения необходимых изменений в нормативные правовые акты.

Нарушения со стороны депозитария (операции по счетам депо клиентов без соответствующих поручений, возможность несанкционированного доступа и утраты баз данных и др.) также требуют совершенствования деятельности по оказанию депозитарных услуг. Центральный депозитарий и несколько взаимосвязанных депозитарных структур должны обеспечивать:

- защиту прав инвесторов на ценные бумаги;
- снижение затрат;
- ускорение расчетов;
- широкий круг участников системы;
- как можно большее число ценных бумаг, по которым могут вестись расчеты;

• доступ для удаленных пользователей, что подразумевает открытую региональную политику.

Расширение спектра финансовых инструментов, дифференцированных по степени риска и доходности, является одним из наиболее актуальных направлений возрождения кыргызского рынка ценных бумаг.

Особое внимание должно быть уделено развитию рынка корпоративных облигаций, позволяющих собственникам привлекать инвестиции, не теряя контроля, и одновременно предоставляющих большие по сравнению с акциями гарантии.

Необходимо содействовать развитию производных финансовых инструментов в целях страхования рисков инвесторов на финансовых рынках.

Отдельными новыми сегментами кыргызского рынка должны стать:

- рынок ценных бумаг компаний роста;
- система Интернет – трейдинга;
- секьюритизация долговых обязательств предприятий и обеспечение возвратности средств путем осуществления выпуска коммерческих ценных бумаг;

• выпуск ценных бумаг, обеспеченных активами предприятий, с разработкой нормативной базы, позволяющей обеспечить эффективную защиту прав кредитора/инвестора (в том числе с защитой прав кредиторов, обеспеченных движимым имуществом должника);

• выпуск ипотечных ценных бумаг долгосрочного характера со сроком обращения от 10 и более лет.

Регулирование инвестиций на рынке ценных бумаг должно осуществляться дифференцированно по основным группам инвесторов: население, коллективные инвесторы, коммерческие банки, страховые компании, государство, иностранные инвесторы (нерезиденты), другие инвесторы. При этом по отношению к указанным группам инвесторов должны применяться различные формы и методы защиты их специфических интересов.

Задача аккумуляции и привлечения в реальный сектор экономики средств населения традиционно считается одной из важнейших для растущей экономики. Вовлечение средств населения в хозяйственную жизнь страны обеспечивает не только вливание существенных ресурсов в экономику, но и повышает трудовую мотивацию населения, экономическую активность частных лиц, снижает уровень социальной напряженности в стране.

Следует констатировать, что рынок частных инвестиций в Кыргызстане на сегодняшний день остается в зачаточном состоянии. Основными факторами, препятствующими активному привлечению средств индивидуального инвестора на рынок ценных бумаг, являются:

• отсутствие на рынке инфраструктуры, ориентированной на потребности частного инвестора (существующая технология инвестирования в ценные бумаги сложна и неудобна для населения);

• отсутствие механизмов страхования рисков частного инвестора на рынке ценных бумаг (компенсационных или страховых фондов);

• отсутствие механизмов стимулирования интереса частного инвестора к рынку ценных бумаг (налоговых и иных льгот);

• низкий уровень инвестиционной грамотности населения.

В связи с вышеизложенным представляется необходимым, во-первых, стимулировать развитие существующих инвестиционных механизмов для населения (институтов коллективных инвестиций). Во-вторых, создать условия для появления дополнительных инвестиционных механизмов, ориентированных на потребности частных инвесторов (индивидуальных инвестиционных схем).

Институты коллективного инвестирования традиционно считаются наиболее привлекательными для мелких инвесторов (преимущественно населения), которые не могут непосредственно участвовать в инвестиционных процессах как по причине недостаточности средств, так и знаний.

В Кыргызстане отрасль коллективных инвестиций представлена инвестиционными фондами, пассивным инвестиционным фондом, негосударственным пенсионным фондом. В международной практике развитых стран понятие "коллективные инвестиции" зачастую охватывает также страховую деятельность, кредитные союзы, деятельность по доверительному управлению ценными бумагами. Во всех случаях имеет место использование привлеченных ресурсов, объединенных в инвестиционный пул. Поэтому одной

из ключевых проблем в сфере коллективных инвестиций в Кыргызстане в целом является то, что все существующие механизмы и схемы коллективных инвестиций функционируют на основе различных стандартов. К институтам коллективных инвестиций, принципам и правилам управления капиталом применяются различные требования. Эти требования закреплены как законодательно, так и на уровне подзаконных актов, однако большинство таких требований закреплено ведомственными актами ГКРЦБ Кыргызстана, инспекции Соцфонда, негосударственных пенсионных фондов, Минфина, Нацбанка. Реализуемые ими подходы к регулированию инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов, негосударственных пенсионных фондов, страховых организаций существенно различаются, несмотря на то, что все эти институты могут быть отнесены к институтам коллективных инвестиций.

В этой связи к числу важнейших стратегических задач ГКРЦБ Кыргызстана в сфере регулирования коллективных инвестиций необходимо отнести внедрение принципа единства требований и стандартов применительно ко всем формам коллективных инвестиций.

Перечень общих требований, предъявляемых к институтам, осуществляющим коллективные инвестиции, должен включать:

- разделение функций управления активами и контроля их распоряжением путем выделения этих функций в самостоятельные организационные единицы;

- наличие специальных лиц, осуществляющих управление активами (управляющих компаний) и действующих на основе единых стандартов;

- хранение ценных бумаг, составляющих активы инвестиционных компаний, в специализированных депозитариях, которые на основании специальной лицензии должны также осуществлять контроль над распоряжением всеми активами коллективных инвесторов;

- наличие жестких требований по лицензированию управляющих компаний, специализированных депозитариев, а также инвестиционных фондов, негосударственных пенсионных фондов, страховых организаций, включая финансовые требования;

- наличие жестких требований по раскрытию информации;

- наличие жестких требований по диверсификации активов коллективных инвесторов;

- установление ответственности за нарушение требований законодательства.

В конечном итоге, требования к ответственности и профессионализму всех форм коллективного инвестирования (инвестиционных фондов, негосударственных пенсионных фондов и страховых организаций) не должны быть ниже уровня, установленного для паевых инвестиционных фондов. При этом необходимо установить единые требования, обеспечивающие защиту прав инвесторов. В противном случае различия в сфере нормативного регулирования различных форм коллективного инвестирования приводят к возникновению

необоснованных конкурентных преимуществ и развитию одних форм в ущерб другим.

В части налогообложения коллективных инвестиций должен действовать принцип отсутствия двойного налогообложения. Доходы, полученные от вложений в различные институты коллективных инвестиций, целесообразно облагать по льготной ставке. Внедрение единых стандартов в сфере коллективных инвестиций означает, что издержки институтов, представляющих различные формы инвестирования, станут сопоставимыми.

Для восстановления и развития кыргызского рынка ценных бумаг необходима устойчивая поддержка внутреннего корпоративного спроса на ценные бумаги, связанные с инвестициями, в частности, поощрение повышения доли вложений банков и кредитных организаций, страховых компаний, пенсионного фонда (3-5 % активов), паевых инвестиционных фондов и других коллективных инвесторов в акции и корпоративные облигации, обращающиеся на организованных рынках, средства от размещения которых используются эмитентами на инвестиции в производство.

В целом различные типы коллективных инвесторов пока находятся в Кыргызстане на начальной стадии развития, если говорить о практике.

Вместе с тем важнейшим фактором, который мог бы стимулировать вложения населения в корпоративный сектор, является восстановление доверия рядовых граждан Кыргызстана к соответствующим инструментам - в первую очередь, защита прав акционеров (инвесторов) и жесткие схемы контроля финансовых институтов.

Исходя из вышеизложенного в Кыргызстане должна внедряться модель, учитывающая последние тенденции развития. Сценарий развития рынка ценных бумаг Кыргызстана должен учитывать специфику национальных условий, ориентируясь на наиболее приемлемые характеристики действующих в большинстве стран моделей рынка ценных бумаг.

Данный сценарий предполагает:

- привлечение всех групп конечных инвесторов (при этом приоритеты государственной политики привлечения инвестиций должны меняться в зависимости от текущей ситуации);

- активное использование саморегулирования;

- развитие всех видов торговых систем с преобладающей ролью внебиржевого организованного рынка, в целом, и биржевого сектора, в частности;

- равные возможности участия на рынке ценных бумаг в качестве эмитента для государства и предприятий;

- предоставление частным предприятиям возможности выбора наиболее эффективного инструмента привлечения инвестиций;

- введение национального рейтинга ценных бумаг;

- целенаправленную работу с ведущими рейтинговыми агентствами, формирующими приоритеты иностранных инвесторов;

С.С.Мельникова

- государственную поддержку специализированным изданиям по рынку ценных бумаг, в частности журналу «Рынок капиталов»;
- способствовать созданию общего рынка капиталов в СНГ.

