

ПРОБЛЕМЫ РАЗВИТИЯ ФОНДОВОГО РЫНКА УЗБЕКИСТАНА

Р.И. Каюмов, канд. экон. наук, заведующий отделом

Центр исследования проблем приватизации и управления государственными активами при Агентстве по управлению государственными активами РУз
(Узбекистан, г. Ташкент)

DOI:10.24412/2500-1000-2023-8-1-164-169

Аннотация. В статье раскрываются проблемы, сдерживающие развитие рынка ценных бумаг в стране, акцент сделан на недостатках законодательства, касающегося сферы инвестиций в целом, а также фондового рынка, в частности. Обосновывается предположение о том, что без решения общих проблем невозможно качественно решать частные вопросы развития рынка ценных бумаг Узбекистана. Даны предложения по совершенствованию законодательства в целях дальнейшего развития фондового рынка.

Ключевые слова: рынок ценных бумаг, инвестиции, психология инвесторов, инвестиционные фонды, паевые фонды, акции, дивиденды.

На этапе реформирования гражданского общества, становления рыночной экономики в Узбекистане возникает много новых проблем, которые требуют глубокого теоретического осмысления и практической проработки. К ним относится проблема создания и развития одного из важнейших элементов общей системы рынков - рынка ценных бумаг. Его значимость заключена в том, что без современной, развитой, гибкой по сравнению с банковской, структуры финансово-кредитной системы невозможна концентрация капитала для развития производства и реализации, нужных населению товаров, и в конечном итоге, удовлетворения их потребностей. Необходимым условием достижения соответствия рынка ценных бумаг задачам развития современной экономики является его совершенствование на основе формирования конкурентных отношений и приведение его в соответствие с международной практикой. Представляется, что создание благоприятной инвестиционной среды в стране путем развития конкуренции на рынке ценных бумаг, с учетом накопленного зарубежного опыта в этом направлении, относится к числу важнейших экономических проблем. От ее решения зависит результативность деятельности участников рынка ценных бумаг и, в конечном итоге, удовлетворение потребностей экономики в инвестиционных ресурсах.

Опыт зарубежных стран показывает, что с помощью регулярно действующего рынка ценных бумаг можно гибко перераспределять средства между отраслями, концентрировать их на наиболее перспективных направлениях научно-технического прогресса, то есть способствовать ускорению и оптимизации структурных сдвигов в народном хозяйстве. В этой связи возникает вполне закономерный вопрос, почему инвестиции в ценные бумаги как наиболее эффективный инструмент мобилизации инвестиционных ресурсов финансирования экономики не получили развития в Узбекистане?

На наш взгляд, ответ заключается в неправильном подходе к организации выпуска этих ценных бумаг вследствие разработки множества противоречащих друг другу нормативных документов, часть из которых носит паллиативный характер, а также неправильном толковании и реализации положений самих документов. А самое главное – положения этих документов не увязаны с теорией инвестирования.

Так, например, в статье 44 Закона Республики Узбекистан «О рынке ценных бумаг» описывается перечень информации, которая должна содержаться в проспекте эмиссии ценных бумаг, однако нет ни одного пункта, который бы содержал цели выпуска ценных бумаг, конкретный проект, на реализацию которого будут направлены средства, полученные от раз-

мещения ценных бумаг, и соответственно ожидаемый доход для выполнения обязательств перед инвесторами. Таким образом, для инвестора нет ясности, куда будут направлены его средства, на какую конкретно цель они будут израсходованы, и, в конечном итоге, какова будет от них отдача.

Проблема некачественного законодательства кроется в том, что разработчики нормативно-правовых документов пытаются решить частные вопросы, не решив общих, сформулированных на научной основе вопросов. В первую очередь речь идет о законодательстве в инвестиционной сфере.

Теория инвестирования представляет собой подходы в организации инвестиций, выбор инвестиционных решений исходя из научно обоснованных подходов. На основе анализа различных точек зрения ученых, мы пришли к выводу, что инвестиции представляют собой вложение капитала в любой форме на долгосрочный период или несколько хозяйственных оборотов, в которых задействованы основные средства, с целью получения прибыли или дохода. При этом, прибыль – это цель инвестиций для юридических лиц, а доход – для физических. Однако, в действовавшем долгие годы Законе Республики Узбекистан «Об инвестиционной деятельности» не была обозначена эта цель, которая, по сути, является основным признаком инвестиций, обосновывающим отказ от потребления в настоящем для получения больших благ в будущем. В принятом 25 декабря 2019 г. Законе Республики Узбекистан «Об инвестициях и инвестиционной деятельности» эта цель обозначена, но исчезла из определения иностранных инвестиций. Причем данный закон представляет собой механическое объединение нескольких ранее действовавших законов, в результате в него вошли все противоречия и недостатки этих законов.

Главный недоработанным аспектом законодательства в сфере инвестиций является недостаточное уделение внимания интересам инвестора. Любой инвестор в своей деятельности должен учитывать возможность появления инвестиционного

риска и предусмотреть меры по его снижению или недопущению вообще, т.е. рисками необходимо управлять. Для уменьшения риска существует четыре основных приема управления риском: избежание риска; предотвращение ущерба; принятие риска на себя; перенос риска. В Узбекистане у инвестора есть возможность использовать только два их них: принятие риска на себя и избежание риска, предполагающее отказ от инвестирования.

Основной прием управления рисками – перенос риска, который выполняется с помощью трех основных методов: хеджирования, страхования и диверсификации, при отсутствии в Узбекистане рынка производных финансовых инструментов, применим только в части диверсификации, и то частично, в виду ограниченности инвестиционных активов и самого предложения этих активов.

Другой немаловажной проблемой, помимо создания механизмов снижения рисков, требующей своего решения для повышения инвестиционной активности в республике, является то, что при подготовке и реализации нормативно-правовых документов не принимается в расчет такой фактор как баланс интересов участников инвестиционного процесса. Интересы инвестора, как правило, не учитываются или игнорируются. При разработке документов, направленных на более широкое привлечение инвестиций, разработчики почему-то исходят из интересов среднестатистического (абстрактного) инвестора. Но это равносильно тому, что обувная промышленность производила бы костюмы одного размера и одной модели.

На наш взгляд, суть вопроса заключается в непонимании роли инвесторов в инвестиционных процессах и недооценке действительной значимости самих инвестиций в обеспечении социально-экономического развития страны. Без инвестиций невозможно осуществлять расширенное воспроизводство, модернизацию и обновления парка производственного оборудования, наладить производство конкурентоспособной продукции.

В течение последних 10 лет в структуре ежегодных инвестиций в основной капи-

тал по источникам финансирования доля средств из государственного финансирования составляла в среднем около 10%, средства иностранных инвесторов – 27%, средства предприятий и населений около 50%. Следовательно, основной вклад в инвестиционные процессы вносят предприятия и население, которых принято называть рядовыми инвесторами. Это значит, что организация и регулирование инвестиционных процессов следует осуществлять исходя из интересов рядовых инвесторов с обеспечением защиты их прав. Другими словами, законодательство касательно данной сферы должно разрабатываться и толковаться в пользу инвесторов, так как именно они вкладывают капитал.

Однако при этом встает вопрос, о каких инвесторах идет речь. С позиции теории инвестиций целесообразность в инвестировании возникает при наличии двух основных факторов: доходности (эффективности) и альтернативности (возможности выбора из нескольких имеющихся вариантов) вложения капитала. При этом в мировой практике основным критерием эффективности инвестиций является уровень дополнительной доходности по сравнению с альтернативным вариантом капиталовложения. Чем больше альтернатив по инвестированию, тем больше возможностей выбора у инвестора, и тем легче ему принять решение по инвестированию.

Вместе с тем, каждый инвестор имеет собственную психологию и свои цели по инвестированию. В самом общем виде по данному критерию инвесторов можно разделить на следующие группы: учредители (инициаторы создания) компании; стратегические инвесторы, которые, приобретая крупные пакеты акций, оказывают влияние на принятие решений по деятельности компании; портфельные инвесторы, которых интересует только сумма получаемых дивидендов и процентов; спекулятивные инвесторы, делающие капитал на изменение рыночной стоимости ценных бумаг. В Узбекистане деятельность спекулятивных инвесторов запрещена. Кроме того, инвесторов можно подразделить по таким признакам как степень принятия риска (толерантные к риску и нетерпимые к рискам);

желающие определенности в ожидаемых результатах (инвестирующие в активы с фиксированной, т.е. с заранее установленной ставкой доходности) и желающие испытать себя (вкладываясь в активы с нефиксированной ставкой доходности); долгосрочные инвесторы и инвесторы, нуждающиеся в ликвидных активах.

Интересы всех этих групп инвесторов не всегда совпадают, а в некоторых случаях являются и крайне противоположными. Поэтому инвестиционный рынок должен представлять активы, соответствующие психологии и целям каждого инвестора.

Это утверждение относится и к рынку ценных бумаг, на примере которого попытаемся раскрыть суть проблемы и показать негативные последствия игнорирования положений теории инвестирования.

В современной мировой практике доступными для большинства инвесторов являются следующие основные (первичные) ценные бумаги:

- в США акции корпораций, облигации, векселя, депозитные сертификаты банков, правительственные ценные бумаги;

- в Великобритании акции, облигации, прочие виды корпоративных ценных бумаг такие как: депозитные сертификаты и векселя, а также государственные долговые обязательства [1];

- согласно российскому законодательству – акция, банковская сберегательная книжка на предъявителя, вексель, депозитный сертификат, закладная, инвестиционный пай, ипотечный сертификат участия, коносамент, облигация, опцион эмитента, приватизационные ценные бумаги, российская депозитарная расписка, сберегательный сертификат [2].

На основе вышеизложенного можно заключить, что на фондовом рынке обращается ограниченный перечень видов первичных ценных бумаг. В результате этого может возникнуть ошибочное мнение об ограниченности альтернативных вариантов вложения капитала на фондовом рынке. На самом деле, многообразие вариантов вложения капитала на данном рынке обеспечивается посредством придания различных особых свойств каждому из видов этих ценных бумаг, а также посред-

ством наличия возможности создания производных от них ценных бумаг.

В Узбекистане рынок ценных бумаг представлен, согласно статье 1 Закона «О рынке ценных бумаг», такими инструментами как акции, облигации, казначейские обязательства, депозитные сертификаты, производные ценных бумаг и векселя [3]. Особые свойства можно придать:

- корпоративным облигациям. Они могут быть конвертируемыми в обычные акции;

- привилегированным акциям, которые могут конвертироваться в обычные акции. Кроме того, законом установлено, что уставом общества может быть установлено, что невыплаченный или не полностью выплаченный дивиденд по привилегированным акциям, размер которого определен в уставе, накапливается и выплачивается впоследствии.

Практика показала, что АО просто переписывают этот абзац Закона в устав, что вызывает неоднозначное его толкование. Причиной тому является выбранный англо-саксонский подход к написанию законов, согласно которому все полномочия по выбору типов выпускаемых акций и приданию им особых свойств предоставляются акционерному обществу и отражаются в его уставе. В частности, в США устав Акционерного общества является более важным документом, чем закон. В нем прописываются основы функционирования компании и обращения ее ценных бумаг. Такой подход обосновывается осуществляемыми в республике мерами по либерализации экономики. Однако, как показала практика, это создает проблемы акционерным обществам в процессе проверки. Проверяющие органы изучают уставы на предмет их соответствия закону в буквальном смысле, т.е. все, что не написано в законе является нарушением.

Поэтому в законе должно быть указано, что при выпуске привилегированных акций в уставе общества должна быть одна из двух формулировок:

- невыплаченный или не полностью выплаченный дивиденд по привилегированным акциям, размер которого определен в

уставе, накапливается и выплачивается впоследствии;

- невыплаченный или не полностью выплаченный дивиденд по привилегированным акциям, размер которого определен в уставе, **не** накапливается и **не** выплачивается впоследствии.

Кроме того, представляется целесообразным рассмотреть разновидности выпускаемых в зарубежных странах ценных бумаг, раскрыть значимость их особых свойств для отдельных категорий инвесторов и, на основе этого, разработать новые подходы к организации рынка ценных бумаг в Узбекистане.

Нуждается в доработке и Закон Республики Узбекистан «Об инвестиционных и паевых фондах», с момента принятия до настоящего времени в республике не создано ни одного инвестиционного или паевого фонда. Обусловлено это, на наш взгляд, следующими факторами:

1. Основным объектом инвестирования средств фондов являются ценные бумаги. Однако на данном рынке в настоящее время обращаются только акции и незначительное количество корпоративных облигаций. Количество акционерных обществ составляет чуть более шестисот, доходность большинства из них очень низкая. Более того, более чем в двух трети акционерных обществ присутствует доля государства или органов хозяйственного управления. Такие акции фактически являются обездвиженными, т.е. не могут выступать в качестве объекта свободной купли-продажи. Вложения в общества с ограниченной ответственности как объект инвестирования для фондов являются непривлекательными, т.к. эти активы имеют низкую ликвидность.

2. В стране отсутствуют реальные механизмы управления инвестиционными рисками.

3. До настоящего времени не разработаны подзаконные акты и методические рекомендации, регулирующие деятельность этих фондов.

4. Недостаточно ясное формулирование отдельных положений самого закона сдерживает инвесторов от создания инвестиционных и паевых фондов.

Вместе с тем, сам подход к организации деятельности инвестиционных и паевых фондов, по нашему мнению, не сможет обеспечить в должной мере эффективную деятельность этих фондов. После внимательного изучения данного документа соиздалось впечатление, что он разрабатывался не для привлечения ресурсов через создание и организацию деятельности этих фондов, а для обеспечения объемами работы доверительных управляющих.

Согласно статье 12 полномочия исполнительного органа управления инвестиционным фондом осуществляет доверительный управляющий [4]. Неудивительно, что в Узбекистане при 9 действующих лицензиях инвестиционных фондов зарегистрировано 38 доверительных управляющих инвестиционными активами.

В соответствии с Положением о порядке расчета размера собственных средств и среднегодовой стоимости инвестиционных активов доверительного управляющего инвестиционными активами, утвержденного приказом генерального директора ЦККФРЦБ при ГКИ от 30.12.2003 г. N 2003-19 и зарегистрированным МЮ 05.03.2004 г. N 1322, доверительный управляющий должен иметь собственные средства в размере не менее 5 процентов от среднегодовой стоимости управляемых им инвестиционных активов. А для осуществления своей деятельности ему достаточно иметь в штате двух сертифицированных специалистов. В данном случае вызывает сомнения целесообразность передачи в управление сторонней компании, с незначительным размером собственного капитала, аккумулированных средств инвестиционного фонда. Более того, как исполнительный орган доверительный управляющий должен будет вести помимо собственной бухгалтерии, учет и отчетность по инвестиционным фондам, средствами которых он управляет, что потребует увеличения численности работников бухгалтерии. Вместе с тем, акционерам инвестиционного фонда будет сложнее осуществлять контроль над финансовыми результатами деятельности доверительного управляющего, тем более, если последний будет управлять средствами несколь-

ких инвестиционных фондов и создаст паевые фонды.

Более логично было бы в инвестиционных фондах создавать свой исполнительный орган и установить требования, в соответствии с которыми профильные должностные лица должны иметь соответствующие сертификаты специалистов рынка ценных бумаг. Как показывает практика развитых зарубежных стран, большей частью инвестиционные фонды выполняют функции доверительных управляющих паевых фондов. Располагая достаточным собственным капиталом инвестиционным фондам проще формировать различные варианты инвестиционных портфелей по критериям оптимизации рисков и доходности, удовлетворяющие привлекаемых в паевые фонды инвесторов, исходя из их желаний и предпочтений.

Принятие нашего предложения по предоставлению инвестиционным фондам права создавать свой исполнительный орган, с наделением их функций доверительного управляющего, позволит оставить в действующей редакции статью 16 «Создание паевого фонда», согласно которой решение о создании паевого фонда принимается доверительным управляющим. С учетом больших возможностей инвестиционного фонда по созданию паевых фондов, наличия достаточных финансовых ресурсов и специалистов, для инвесторов они будут более предпочтительны как деловой партнер, чем обычные доверительные управляющие. Если данное предложение не будет принято, то логичнее будет все положения о создании и деятельности паевых фондов из проекта кодекса исключить, и изложить их в положении о деятельности доверительного управляющего, т.к. все эти вопросы входят в его компетенцию.

Немаловажным фактором, сдерживающим создание инвестиционных фондов, являются установленные ограничения их деятельности. В частности, инвестиционные фонды не вправе приобретать опционы или фьючерсы. Однако заключение опционных и фьючерсных контрактов в развитых странах является одним из основных инструментов управления рисками, позволяющих обеспечить предсказуемость

доходов и избежать вероятных потерь. Поэтому, представляется целесообразным, данное ограничение из Кодекса исклю-

чить, а остальные ограничения пересмотреть на предмет их либерализации.

Библиографический список

1. Рубцов Б.Б. Современные фондовые рынки: учебное пособие для вузов. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. – 926 с.

2. Гражданский кодекс Российской Федерации от 26.01.1996 № 14-ФЗ. – [Электронный ресурс]. – Режим доступа: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_9027/.

3. Закон Республики Узбекистан «О рынке ценных бумаг» (в новой редакции) от 3.06.2015 г. № ЗРУ-387. – [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://lex.uz/docs/1374867>.

4. Закон Республики Узбекистан «Об инвестиционных и паевых фондах» от 25 августа 2015 г. № ЗРУ-392. – [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://lex.uz/docs/2731865>.

PROBLEMS OF DEVELOPMENT OF THE STOCK MARKET OF UZBEKISTAN

R.I. Kayumov, *Candidate of Economic Sciences, Head of the Department*
Center for the Study of Problems of Privatization and Management of State Assets under the State Assets Management Agency of the Republic of Uzbekistan
(Uzbekistan, Tashkent)

Abstract. *The article reveals the problems that hinder the development of the securities market in the country, the emphasis is on the shortcomings of the legislation relating to the investment sector in general, as well as the stock market in particular. The assumption is substantiated that without solving common problems it is not possible to qualitatively solve particular issues of the development of the securities market of Uzbekistan. Proposals are given to improve legislation in order to further develop the stock market.*

Keywords: *securities market, investments, investor psychology, investment funds, mutual funds, stocks, dividends.*