Кахаров Каримбек Каримович. Развитие рынка ценных бумаг Узбекистана : диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.10 / Кахаров Каримбек Каримович; [Место защиты: Рос. эконом. акад. им. Г.В. Плеханова].- Москва, 2010.- 131 с.: ил. РГБ ОД, 61 10-8/1516

**Содержание к диссертации**

Введение

ГЛАВА I.

Экономические и правовые аспекты категории ценных бумаг в период социально-экономической трансформации общества 10-38

1.1. Природа ценных бумаг в условиях переходной экономики 10-16

1.2. Классификация ценных бумаг, выпускаемых в Узбекистане, и их характеристика 17-24

1.3. Особенности регулирования выпуска и обращения ценных бумаг в Узбекистане 25-38

ГЛАВА II.

Рынок ценных бумаг и состояние его отдельных сегментов в Узбекистане 39-69

2.1. Ретроспективный анализ рынка ценных бумаг Республики Узбекистан в период социально-экономической трансформации общества 39-44

2.2 Рынок акций в Республике Узбекистан: анализ основных тенденций 45-57

2.3 Анализ рынка облигаций в Республике Узбекистан 58-69

ГЛАВА III.

Актуальные проблемы развития рынка ценных бумаг Республики Узбекистан и пути их решения 70-99

3.1. Проблемы функционирования вторичного рынка ценных бумаг Узбекистана и пути их решения 70-80

3.2. Совершенствование механизма функционирования рынка ценных бумаг в условиях финансового кризиса 81-91

3.3. Проблемы интеграции рынка ценных бумаг Узбекистана в зарубежные рынки капитала и пути их решения 92-99

ЗАКЛЮЧЕНИЕ 100-108

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ 109-124

ПРИЛОЖЕНИЯ 125-131

**Введение к работе**

Актуальность работы.

Классическая функция рынка ценных бумаг состоит в том, что являясь неотъемлемой частью современной рыночной экономики, он позволяет органично увязывать интересы инвесторов, имеющих свободные финансовые ресурсы и интересы эмитентов, испытывающих потребность в инвестициях, выполняя тем самым роль механизма перелива сбережений в инвестиции. Однако наряду с этим фондовый рынок может быть и инструментом спекуляции и, в конечном итоге, катализатором кризисных явлений. Как показал нынешний кризис на финансовом рынке, который, по мнению многих экспертов ещё не закончился1, нерегулируемое использование ценных бумаг приводит к дестабилизации экономической системы в целом. Именно поэтому в Республике Узбекистан с первых дней обретения независимости уделяется большое внимание созданию устойчивого и сбалансированного рынка ценных бумаг, призванного мобилизовать свободные инвестиционные ресурсы отечественных и иностранных инвесторов на нужды экономического и социального развития страны.

Проводимые в Узбекистане экономические реформы положили начало зарождению национального рынка ценных бумаг. Создаётся инфраструктура рынка ценных бумаг, которая состоит из организаторов торгов, двухуровневой депозитарной системы, и включает более двухсот профессиональных участников рынка ценных бумаг.

Вместе с тем, использование инструментов рынка ценных бумаг, как механизма перелива сбережений в инвестиции, еще не имеет существенного значения для развития экономики республики, налицо неправильная оценка

crisis

роли рынка ценных бумаг в системе экономических отношений. Молено констатировать и отсутствие эффективных финансовых механизмов стимулирования деятельности институтов инфраструктуры фондового рынка. Не наблюдается интеграции национального фондового рынка в зарубежные рынки капитала. Эффективность государственного регулирования рынка ценных бумаг также нуждается в совершенствовании: отечественный фондовый рынок остается непрозрачным, отсутствуют механизмы в полной мере защищающие права инвесторов. Это снижает эффективность функционирования рынка, увеличивая риски финансовых потерь, замедляя процессы привлечения инвестиций, и, в конечном итоге, не обеспечивает в полной мере становления класса эффективных собственников, формирования многоукладной экономики. В связи с этим возникает опасность развития спекулятивных тенденций на рынке ценных бумаг в Республике Узбекистан.

Для предотвращения этих негативных тенденций, особо актуальной становится задача исследования вопросов теории рынка ценных бумаг страны, находящейся в условиях переходной экономики, и на первый план выдвигается проблема глубокого анализа сложившейся практики функционирования фондового рынка Узбекистана с целью разработки рекомендаций по его совершенствованию. Это предопределяет актуальность темы настоящего исследования.

**Степень изученности проблемы.**В диссертации использованы труды западных, российских и узбекских экономистов, таких как Д. Бейли, Э. Бредли, Р. Брейли, У. О'Нила, Дж. Тьюлза, Дж. Сороса, Дж. Хикса, У. Шарпа, М.Ю. Алексеева, В.А. Алехина, А.И. Берзона, В.А. Галанова, Я.М. Миркина, М.А. Портного, Е.В. Семенковой, О.А. Черникова, А.А. Фельдмана, A.M. Абдукадирова, СП. Абдуллаева, И.Л. Бутикова, В.А. Котова, С.Ф. Муминова, Ю.Б.Назарова, М.Б. Хамидуллина, Н.Д. Хусанова, В.А. Чжена, Ш.Ш. Шохазамий, Т.Д. Ядгарова и других известных ученых.

Вышеотмеченные работы посвящены, теории и практике рынков ценных бумаг стран с развитой рыночной экономикой, либо связаны с исследованием проблем российского рынка ценных бумаг, в ряде работ рассматриваются проблемы какого-то отдельного сегмента рынка ценных бумаг Узбекистана. Работы, посвященные анализу отечественного фондового рынка, имеют в основном практическую направленность или касаются исследования какого-либо института рынка ценных бумаг. В частности, в зоне внимания отечественных исследователей оказались проблемы повышения эффективности инвестирования на отечественном рынке ценных бумаг, вопросы оценки деятельности банков Республики Узбекистан на фондовом рынке, проблемы совершенствования депозитарной деятельности и т.п. Таким образом, до настоящего времени отсутствовал целостный подход, позволяющий комплексно рассмотреть акт^аіПоНі^гггюблемьі рынка ценных бумаг Узбекистана, с учетом новых тенденций на^^мировом рынке, привнесенных финансовым кризисом. Это и предопределило выбор темы диссертационного исследования.

**Целью исследования**является теоретическое обоснование и разработка предложений и практических рекомендаций по совершенствованию механизма функционирования рынка ценных бумаг Узбекистана.

**Достижение цели основывается на постановке и исследовании следующих взаимосвязанных задач:**

уточнить сущность ценных бумаг и исследовать их природу в период становления рыночных отношений;

исследовать экономические и правовые аспекты категории ценных бумаг в их взаимосвязи;

дать характеристику рынку ценных бумаг как системе экономических отношений, связанных с переливом сбережений в инвестиции, осуществить

его периодизацию и определить возможность его эффективного использования в период социально-экономической трансформации общества;

проанализировать состояние отдельных сегментов рынка ценных бумаг Узбекистана и выявить проблемы, препятствующие их нормальному функционированию;

охарактеризовать взаимосвязь первичного и вторичного рынков ценных бумаг, выявить причины неразвитости вторичного, в основном внебиржевого рынка акций, и разработать конкретные предложения по их активизации;

изучить деятельность участников рынка ценных бумаг, выявить недостатки в их функционировании и предложить конкретные меры по улучшению их функционирования;

разработать схему вывода акционерных обществ из кризисного состояния, используя инструменты рынка ценных бумаг и кредит;

определить задачи по интеграции рынка ценных бумаг Узбекистана в зарубежные рынки капитала.

**Объектом исследования**является функционирующий рынок ценных бумаг Узбекистана.

**Предметом исследования**является совокупность экономических отношений, связанных с формированием и развитием рынка ценных бумаг в условиях переходного периода.

**Методы исследования.**В работе использованы общенаучные методы познания, методы сравнительного, многофакторного анализа, классификации и статистических группировок, анализ и синтез, логический анализ теоретического и практического материала, обобщение.

**Основные положения, выносимые на защиту.**

В период социально-экономической трансформации общества необходимо активно использовать ценные бумаги, которые как инструмент

инвестирования стимулируют повышение эффективности ликвидного движения стоимости, способствуют развитию корпоративной формы собственности, позволяющей цивилизованно управлять акционерным капиталом, что в конечном итоге обеспечивает целостное развитие финансового рынка. Рынок ценных бумаг выполняет функцию перелива сбережений в инвестиции, являясь тем финансовым рычагом, с помощью которого можно в короткие сроки вывести экономику страны на значительно более высокий уровень. В этот период особое внимание необходимо уделять эффективному законодательному регулированию рынка ценных бумаг и перекрывать возможности осуществления спекулятивных процессов.

Функционирование первичного и вторичного рынка ценных бумаг тесно взаимосвязано. В Республике Узбекистан не создано условий для активного функционирования первичного рынка - проведения IPO, использования рыночных механизмов размещения новых выпусков ценных бумаг. Поэтому для коренного изменения ситуации на рынке корпоративных эмиссионных ценных бумаг необходимы иные механизмы увеличения ликвидности и повышения доли акций, находящихся в свободном обращении (free float). С этой целью в диссертационном исследовании обосновывается целесообразность кардинального сокращения доли государства в уставных капиталах акционерных обществ, предлагается скорейшее сокращение доли госактивов, переданных государством в управление интегрированным корпоративным структурам, доказывается эффективность отмены существующих ограничений на трансформацию закрытых акционерных обществ в открытые акционерные общества.

С целью предотвращения кризисных ситуаций на рынке, вызванных недостаточной ликвидностью в процессе торгов, обеспечения устойчивой биржевой торговли, снижения финансовых потерь держателей ценных бумаг в результате резких колебаний цен на малоликвидном рынке, обосновывается целесообразность применения механизма маркет-мейкинга. В предлагаемой

модели ценовая разница между ценой по заявкам официального дилера и взвешенной ценой за предыдущую торговую сессию не должна быть выше максимального спрэда, установленного в договоре о поддержании цен на рынке.

С целью снижения рисков и повышения эффективности торговли ценными бумагами предложена концентрация торгов на одной бирже, либерализация доступа к торгам, обучение персонала и разработка обучающих программ для населения. Предложенные мероприятия повлекут за собой увеличение ликвидности торговли при небольшой емкости фондового рынка Республики Узбекистан.

Следует отказаться от стимулирования приобретения инвесторами отечественных ценных бумаг за иностранную валюту. Необходимо разработать и внедрить порядок, при котором иностранные инвесторы могли бы приобретать акции отечественных предприятий исключительно за\* узбекскую национальную валюту - сум.

На основе анализа интеграции фондового рынка Республики Узбекистан, в диссертации намечен комплекс мер, реализация которых могла бы способствовать выходу отечественных эмитентов на международные рынки капиталов с предложением ценных бумаг.

**Научная новизна исследования**заключается в следующем:

уточнено определение сущности ценных бумаг, как экономической категории, основанное на интегрированном подходе, объединяющем экономическую и юридическую составляющие этого понятия;

впервые осуществлена классификация ценных бумаг, которые могут выпускаться в соответствии с законодательством Республики Узбекистан, и их видов;

выявлены факторы, сдерживающие динамичное развитие рынка ценных бумаг Узбекистана, предложена периодизация его развития и

определены пути существенного повышения эффективности механизма его функционирования;

исследованы проблемы интеграции фондового рынка Узбекистана в мировой финансовый рынок.

**Научная и практическая значимость результатов исследования.**Научная значимость исследования заключается в возможности использования выводов и предложений автора при разработке мер по развитию рынка ценных бумаг Узбекистана, повышения эффективности его функционирования, инвестиционного потенциала и конкурентоспособности в условиях мирового финансового кризиса.

Содержащиеся в диссертации положения и рекомендации могут быть учтены ведущими вузами республики Узбекистан и использованы при преподавании дисциплин «Финансовый рынок и ценные бумаги» и «Финансовый инжиниринг».

Изложенные в работе предложения могут также найти применение в деятельности профессиональных участников фондового рынка, акционерных обществ — эмитентов ценных бумаг при формировании концептуальных направлений развития, разработке программ финансирования компаний за счет привлечения средств на фондовом рынке, принятии оперативных решений в ходе хозяйственной практики.

Практическую ценность имеет разработанная в диссертации схема вывода акционерных обществ из кризисного состояния, на основе использования инструментов рынка ценных бумаг и кредита, а также предложения по оптимизации маркет-мейкинга на фондовой бирже.

## Природа ценных бумаг в условиях переходной экономики

В процессе исследования сущности и функций ценных бумаг, их места и роли в экономической и финансовой системе необходимо выделить два существенных момента.

С одной стороны, ценные бумаги обладают общими существенными свойствами и признаками, которые позволяют в любых социально-экономических условиях рассматривать их как особую, самостоятельную экономическую категорию, обладающую содержанием, отличающую их от других категорий.

С другой стороны, необходимо учитывать, что общие, существенные признаки ценных бумаг имеют особенности и специфические формы проявления в зависимости от того, в каких социально-экономических условиях используются ценные бумаги. Природа ценных бумаг качественно модифицируется под влиянием национальных особенностей определенной страны.

Задача настоящего исследования состоит именно в том, чтобы проанализировать и раскрыть специфику ценных бумаг и особенности функционирования рынка ценных бумаг в Республике Узбекистан.

В течение долгого времени, в условиях существовавшего унитарного государства, у населения Узбекистана знаний о ценных бумагах практически не было, а экономическая наука рассматривала их как категории, связанные с отрицательными чертами капиталистического способа производства. К таким словам, как «акция», «вексель», «биржа», относились с подозрением, они вызывали настороженность, как у государственных деятелей, так и у граждан республики.

После приобретения Узбекистаном независимости положение в корне изменилось. Благодаря проводимому Президентом и Правительством республики курсу рыночных реформ, направленному на разгосударствление, приватизацию, поддержку частного бизнеса, привлечение иностранного капитала, в государстве произошли серьезные изменения на пути создания цивилизованного рынка ценных бумаг.

Процесс становления теоретических и научных основ этой важной части рыночных отношений проходил непросто, были противоречия интересов органов государственной власти и управления, министерств, ведомств, хозяйствующих субъектов, а также зарубежных и международных организаций.

Долгое время советская школа рассматривала ценные бумаги только лишь как фиктивный капитал - категорию, чуждую социалистическому способу производства. В то время как дисциплинам «деньги», «кредит», «финансы», уделялось большое внимание - десятки высших и средних специальных учебных заведений, кафедр, изучали их развитие, по многим темам проводились конференции и семинары, защищались кандидатские и докторские диссертации, - категория «ценные бумаги» оставалась не полностью раскрытой.

## Ретроспективный анализ рынка ценных бумаг Республики Узбекистан в период социально-экономической трансформации общества

В ходе диссертационного исследования был проведен ретроспективный анализ развития фондового рынка Узбекистана и на его основе предлагается следующая периодизация этапов его развития.

1 этап (1991-1993 гг.) Процесс формирования рынка ценных бумаг Узбекистана и создание первого официального института фондового рынка -организатора торгов ценными бумагами - Фондового отдела Биржи «Ташкент». Это - этап исключительного государственного регулирования рынка ценных бумаг и получения государством отрицательного опыта участия на рынке в качестве эмитента (выпуск облигаций 12% внутреннего выигрышного займа). На данном этапе было положено начало аттестации физических лиц - профессиональных участников рынка ценных бумаг.

2-й этап (1994-1996 гг.) Этап импульсивного развития рынка акций (который был связан с началом широкомасштабной приватизации) и векселей. В данный период были приняты основные законы о регулировании национального рынка ценных бумаг «О механизме функционирования рынка ценных бумаг», «Об акционерных обществах и защите прав акционеров». Данный этап характеризуется становлением депозитарной системы.

3-й этап (1997-2000 гг.) Этап в котором появился и получил развитие рынок государственных краткосрочных облигаций (ГКО), сформировалась специальная инфраструктура (инвестиционных институтов) и организованный внебиржевой рынок ценных бумаг. Он охарактеризовался увеличением роли ценных бумаг, как инструмента ликвидного движения стоимости. 4-й этап (2001-2006 гг.) Этап в котором осваивались новые сегменты рынка ценных бумаг: рынки депозитных сертификатов, корпоративные облигации, облигации Центрального банка и государственные среднесрочные казначейские обязательства.

Современный этап развития фондового рынка Узбекистана (2007-2010 гг.) можно охарактеризовать как этап создания новой учетной системы рынка ценных бумаг, активного участия в операциях с ценными бумагами банковского сектора, полной дематериализации акций, либерализации деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг. Специфической чертой данного этапа также являлась разработка и внедрение мероприятий по предотвращению влияния мирового финансового кризиса.

Если рассматривать исторический момент, то национальный рынок развивается быстрыми темпами. Большинство норм законодательства о рынке ценных бумаг, были введены в течение последнего десятилетия и имеют довольно таки успешную правоприменительную практику. Но при этом нельзя не отметить факт отставания по некоторым направлениям развития отечественного фондового рынка от соответствующих сфер отдельных стран СНГ, в частности Российской Федерации.

Анализ показал, что Российская Федерация имеет наиболее развитую и адекватную уровню развития фондового рынка инфраструктуру.

Российская торговая система рынка ценных бумаг (РТС) представляет собой интегрированную торгово-расчетную инфраструктуру, организационно представленную НП " Фондовая биржа "Российская Торговая Система", ОАО " Фондовая биржа РТС", ЗАО " Клиринговый центр РТС", НКО " Расчетная палата РТС", ЗАО " Депозитарно-Клиринговая Компания" и НП " Фондовая биржа " Санкт-Петербург".

## Проблемы функционирования вторичного рынка ценных бумаг Узбекистана и пути их решения

Исследование, проведенное во второй главе, показало, что для развития фондового рынка Узбекистана ключевым моментом является стимулирование обращения на вторичном рынке. О том, как важно развитие вторичного рынка ценных бумаг мы можем судить по тому, что в Комитете развивающихся рынков (The Emerging Market Соттіп:ее),которьій создан при IOSCO работает специальная созданная группа по регулировке вторичных рынков ценных бумаг [125, с. 12-13].

Проанализируем, как развивался вторичный рынок акций в отраслевом разрезе. В 2008 году из общего количества акций 1925 акционерных компаний, акции только 585 (всего 30,4 %) обращаются на организованном вторичном фондовом рынке и 1056 компаний (54,9 %) - на неорганизованном (Приложение 2). Акции 1340 акционерных обществ (около 70 % от всех акционерных обществ) ни разу не обращались на организованном вторичном рынке акций, и акции 869 акционерных обществ (соответственно - 45,1 %) ни разу не обращались на неорганизованном вторичном рынке39.

Анализ отношения объема реализации акций вторичного рынка к общему уставному капиталу рассмотренных акционерных обществ в отраслевом разрезе (Приложение 3) показал, что по республике из общей стоимости (по номиналу) в объеме 3255804,7 млн. сумов обращающихся на вторичном рынке была мизерная ее часть в размере 131950,1 млн. сумов, или всего 4,1 % (в вторичном рынке (отношение торгов к общей величине уставного фонда) в 2007 году были у предприятий четырех интегрированных корпоративных структур - «Узкурилишматериаллари» (778,9 %), «Давархитеккурилиш» (260,5 %), «Узбектуризм» (338,3 %), «Узиккиламчиранглиметалл» (176,3 %). В 2008 г. средние показатели оборачиваемости акций на вторичном рынке были у предприятий «Агентство по печати и информации» (192,5 %), «Давархитекткурилиш» (254,4 %), «Узавтойул» (175 %). В 2007 г. у предприятий четырех корпораций оборачиваемость акций была от 50 до 100% к уставному фонду: «Узегмойозиковкатлар» - 66,0 %, «Узфармсаноат» 54,4 %, «Матбуот ва ахборот агентлиги» - 58,4%, «Узмашсаноат» - 89,4%. В 2008 г. в эту группу вошли компании «Узкурилишматериаллари» (53,2 %), АК «Узбексавдо» (54,8 %). «Узфармсаноат» (88,6 %) и «Маданият ва спорт ишлари вазирлиги» (70,2 %).

Если в 2007 г. в группу, где оборачиваемость акций составила от 30 до 40 %% входили компании «Узбекипаги» уюшмаси» (30,3 %) и «Узавтойиул» (30,9 %), то в 2008 году в этой группе были «Узегмойозиковкатсаноат» (31,4%) и Госкомгеологии (35,8 %).

В 2007 г. по организациям хокимиятов и прочих отраслей оборачиваемость акций была от 20 до 30 %% к величине совокупного уставного фонда. В 2008 г. в этой группе были компании «Узбектуризма» (23,5 %) и «Узгуштсаноат» (22,3 %).