С. К. КАБУЛОВ

РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ

"IQTISOD-MOLIYA"

МИНИСТЕРСТВО ВЫСШЕГО И СРЕДНЕГО СПЕЦИАЛЬНОГО ОБРАЗОВАНИЯ РЕСПУБЛИКИ УЗБЕКИСТАН

Навоийский государственный горный институт

65.05
К 12

С.К. КАБУЛОВ

РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ

Рекомендовано Министерством высшего и среднего специального образования Республики Узбекистан в качестве учебного пособия по направлению бакалавриата 5340100 – «Экономика (по отраслям)»

Ташкент
«IQTISOD–MOLIYA»
2007

BuxOO va YESTI
KUTUBXONA
№ Y 372

ГЛАВА 1. ЦЕННЫЕ БУМАГИ И ИХ ХАРАКТЕРИСТИКА

1.1. Общее понятие ценных бумаг

Согласно Закону Республики Узбекистан «О ценных бумагах и фондовых биржах» от 2 сентября 1993 года, ***«ценные бумаги - это денежные документы, удостоверяющие имущественные права или отношения займа между выпустившим их лицом и их владельцем, предусматривающие выплату дохода в виде дивидендов или процентов и возможность передачи прав, вытекающих из этих документов, другим лицам»***. По вышеупомянутому закону к ценным бумагам относятся акции, облигации, казначейские обязательства, депозитные и сберегательные сертификаты, векселя, а также производные ценные бумаги.

В нормативных актах некоторых государств ценные бумаги определяются более коротко – «как денежный документ, удостоверяющий имущественное право или отношение займа владельца документа по отношению к лицу, выпустившему такой документ».

С "юридической" точки зрения, традиционно ценные бумаги рассматриваются в более широком смысле - как «документы, удостоверяющие с соблюдением установленной формы и обязательных реквизитов имущественные права, осуществление или передача которых возможны только при их представлении. К ценным бумагам, в этом смысле, относятся: облигация, вексель, чек, депозитный и сберегательный сертификат, банковская сберегательная книжка на предъявителя, коносамент, акция и другие документы, которые законодательством отнесены к числу ценных бумаг».

Кроме вышеупомянутых документов, существуют и такие, которые, хотя и не относятся к ценным бумагам, но, по мнению отдельных экономистов, являются ими, так как заключают в себе все основные признаки ценных бумаг, содержащиеся в большинстве современных определений. Речь, конечно, идет о деньгах. Деньги (по крайней мере, современные) являются не потреби-

тельским товаром длительного пользования, а разновидностью ценных бумаг.

До середины 90-х годов XX века вопрос о субстанции ценных бумаг не стоял так остро. Это объясняется тем, что не было развитого рынка. Существует и множество других определений ценных бумаг. Так, например, в обиходном употреблении, а также среди специалистов в отношении ценных бумаг наблюдается терминологический сумбур "ценная бумага", "сертификат ценной бумаги", "сертификат на ценную бумагу", "бланк ценной бумаги", "бланк сертификата" и т.п. Под ценной бумагой понимается собственно бумага, документ который оформляет определенные правоотношения. Почти во всех формулировках экономических законов ценная бумага - это документ. Однако любому, знакомому с мировой практикой специалисту, известно, что в развитых странах все большее количество ценных бумаг выпускается в безналичной форме, которая не требует изготовления собственно бумаг, бланков. Выпуск, учет и движение происходит полностью в виде бухгалтерских записей по счетам специализированных предприятий и банков. В Узбекистане, например, подавляющее количество акций также выпускается в безналичной форме. Получившие широкое распространение государственные краткосрочные облигации выпускаются исключительно в безбумажной форме. Где же тут бумаги и документы?

Термин «ценные бумаги» закрепился в прошлом веке. Он пришел из немецкого лексикона, где существует аналогичный по переводу термин «wertrecht», что в буквальном переводе означает "ценное право". В английском языке в отличие от русского и немецкого термин «ценные бумаги» (securities) непосредственно бумажной нагрузки не несет. Более того, слово "акция" (share) переводится как "доля", то есть без бумажного подтекста.

Во-первых, (в форме обособленных документов) ценные бумаги имеют материальную форму в виде бумажных сертификатов.

Во-вторых, о ценных бумагах, представленных в виде записей по счетам, говорят, что они имеют безналичную форму. В этом случае ценная бумага существует в виде записей на счете бухгалтерского учета и аналитических реестрах к нему. Соответственно, бухгалтерская запись содержит все необходимые реквизиты ценной бумаги (эмитент, сумма, держатель, процент и т.п.).

При купле-продаже ценной бумаги, дарении, передаче, погашении и т.п. она перемещается не путем передачи бумажного сертификата (его не существует), а путем совершения бухгалтерских проводок по счетам и записей в реестрах бухгалтерского учета.

В-третьих, долговые и титулы собственности. Долговые ценные бумаги - являются долговыми обязательствами (облигация, нота, вексель и т.п.). Ценные бумаги, являющиеся титулами собственности, удостоверяют право собственности владельца на активы (простые и привилегированные акции, конвертируемые ценные бумаги, варранты, подписные права и т.п.).

В-четвертых, по срокам погашения. По общепринятой практике, краткосрочные ценные бумаги - бумаги со сроком погашения до 1 года, среднесрочные - от 1 до 5 лет, долгосрочные - свыше 5 лет (от 5 до 30 лет). К бессрочным ценным бумагам относятся фондовые инструменты, не имеющие конечного срока погашения - акции, бессрочные облигации, выпускаемые государством (например, консоли).

В-пятых, государственные и негосударственные. Данная классификация основана исходя из того, кто является эмитентом ценных бумаг.

Государственные ценные бумаги обычно охватывают фондовые инструменты, выпущенные или гарантированные правительством от имени государства, его министерствами и ведомствами, муниципальными органами власти. В международной практике к этой категории ценных бумаг часто относят также бумаги, эмитируемые органами, находящимися в совместной собственности государства и иных структур, либо органами, спонсируемыми или гарантируемыми государством. Среди негосударственных ценных бумаг, можно выделить корпоративные (фондовые инструменты, выпускаемые предприятиями и организациями), иностранных эмитентов и частные ценные бумаги (здесь речь идет о выпуске ценных бумаг физическими лицами; в качестве таких фондовых инструментов могут выступать вексель и чек).

Бумаги также распределяются по степени обращения.

Обращающиеся ценные бумаги - могут свободно покупаться – продаваться, в т.ч. на основе совершения передаточной надписи или без таковой, без ограничения - по условиям эмиссии - видов рынков, на которых они могут обращаться.

Необращающиеся ценные бумаги - не могут покупаться – продаваться на различных видах рынков. Например, если эмитент при выпуске ценной бумаги ставит условие, что она не может быть перепродана и может выкупаться обратно только самим эмитентом, то это не обращающаяся ценная бумага.

Ценные бумаги с ограниченным кругом обращения - сделки купли-продажи по таким бумагам могут совершаться с ограничениями по видам рынков.

Именная ценная бумага. Данная бумага содержит имя держателя, регистрируется в специальном реестре, который ведется эмитентом. Лицо, которому принадлежат права, удостоверенные именной ценной бумагой, должно в ней указываться.

Ценная бумага на предъявителя. Не регистрируется у эмитента на имя держателя и передается другому лицу путем вручения.

Ордерная ценная бумага - составляется на имя первого держателя с оговоркой "его приказу". Соответственно, ордерная бумага передается другому лицу путем совершения передаточной надписи. Ордерными бумагами могут быть чек, вексель, коносамент.

Ценные бумаги с фиксированным доходом - в момент выпуска ценной бумаги жестко фиксируется уровень ее доходности к номиналу; при колебаниях средней процентной ставки на рынке уровень ее доходности не изменяется.

Ценные бумаги с колеблющимся доходом - доходность ценной бумаги к номиналу изменяется в соответствии с колебаниями средней процентной ставки на рынке; она может индексироваться, например, по валютному курсу.

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

Безотзывные ценные бумаги не могут быть отозваны и погашены эмитентом досрочно, что должно быть предусмотрено условиями их эмиссии.

Безбумажные выпуски - это генеральная тенденция развития финансового рынка. Зарубежные эксперты выделяют два условных этапа на пути движения к безбумажному рынку ценных бумаг.

1-й - это демобилизация, "обездвижение" (demobilization) - процесс, при котором ценные бумаги, изготовленные в их классической бумажной форме, скапливаются в хранилищах специальных учреждений и банков (депозитариях), а переход права собственности на них регистрируется данным депозитарием в своих бухгалтерских книгах. Клиентам выгодно обслуживаться в депозитариях, так как при этом риск порчи или кражи ценных бумаг (документов) сводится к нулю, ускоряются и упрощаются расчеты, связанные с куплей и продажей ценных бумаг. Иногда целые выпуски ценных бумаг, будучи первоначально отданными на хранение в депозитарий, ни разу не были востребованы клиентами в бумажной форме и уходили "под нож" после погашения даже не распакованными. В целях сокращения накладных расходов по производству, перевозке и хранению бланков многие выпуски перестали печататься в виде множества единичных бланков. Вместо них эмитенты сдавали в депозитарий специальные документы, поручающие этим депозитариям вести учет выпущенных, но не напечатанных ценных бумаг. Такие документы стали называть *глобальными сертификатами* («global certificate»).

Условия выпуска некоторых ценных бумаг предусматривают "оформление" части выпуска в виде простых, традиционных сертификатов (для тех, кто любит подержать в руках хрустящую бумажку), а оставшаяся часть оформляется глобальным сертификатом. В большинстве стран все это допускается законом. Сам процесс выпуска ценных бумаг в виде глобального сертификата стал именоваться дематериализацией (dematerialisation) ценных бумаг. Это и есть 2-й этап движения к безбумажному рынку ценных бумаг.

Но вернемся к термину «ценные бумаги». Некоторые экономисты считают, что он устарел, и следовало бы поменять его на термин, более соответствующий содержанию. По их мнению, понятие ценной бумаги как документа, действительно, больше не соответствует широкой тенденции развития финансового рынка. Ценная бумага - не документ. Документ - есть лишь бумага, удостоверяющая что-то, что само по себе жестко не зависит от формы такого удостоверения. Документ - это только форма удостоверения таких прав.

Ценные бумаги - это имущественные и связанные с ними неимущественные права в области привлечения, перераспределения

и обратной выплаты средств, привлекаемых хозяйствующими субъектами в форме заемного или акционерного капитала, удостоверяемые в документарной (бланковой) форме либо особым способом в виде записей на счетах в специализированных организациях (депозитариях).

Имущественные права - права, по которым субъект экономических взаимоотношений может претендовать на собственность, товарно-материальные ценности, денежные средства. Неимущественные права - это, например, право акционера голосовать на общем собрании компании, требовать предоставления информации о деятельности эмитента и т.д.

Понятие ценных бумаг охватывает два вида объектов с различным правовым режимом.

Ценные бумаги как документы, удостоверяющие имущественные и в некоторых случаях неимущественные права владельцев ценных бумаг. Сами по себе, являясь простым клочком бумаги, такие документы приобретают стоимость в основном за счет стоимости того имущественного права, которое они собой удостоверяют. Поскольку такие ценные бумаги представляют собой предметы материального мира (мира вещей), то при их обращении на них полностью распространяется правовой режим вещей, установленный гражданским законодательством.

Бездокументарные ценные бумаги. Способом удостоверения (подтверждения) таких имущественных прав является запись в специальном реестре, совершенная в соответствии с установленными требованиями к указанию содержания удостоверяемого права и субъекта этого права. При обращении бездокументарных ценных бумаг, как правило, действует правовой режим имущественных прав. Четкого определения этих финансовых инструментов законодательство пока не дает. Отсутствие законодательного определения и толкования бездокументарных ценных бумаг создает определенные трудности в практической деятельности всех участников рынка ценных бумаг.

Эмиссионные ценные бумаги

Эмиссионными ценными бумагами являются ценные бумаги, выпускаемые эмитентами сериями, с однородной для всех ценных бумаг каждой такой серии реквизитами и на одинаковых условиях обращения и погашения в целях привлечения капитала для создания и развития бизнеса.

Финансовые инструменты, так или иначе претендующие на отношение к ценным бумагам, можно подразделить на следующие две большие группы.

Первая группа. Ценные бумаги, условия выпуска и обращения которых регулируются Законом Республики Узбекистан "О ценных бумагах и фондовой бирже". Это акции, облигации, казначейские обязательства, депозитные сертификаты, векселя, производные ценные бумаги. Кроме того, в соответствии с Гражданским Кодексом РУз., к этой группе можно отнести чеки, банковские сберегательные книжки на предъявителя, коносаменты.

Вторая группа. Финансовые инструменты, не являющиеся ценными бумагами, но часто ошибочно относимые к таковым: документы, подтверждающие получение банковского кредита, долговые расписки, завещания, страховые полисы, лотерейные билеты. Сюда же относятся финансовые инструменты, условия выпуска и обращения которых регулируются нормативными актами, утратившими силу, но которые еще имеются на руках у населения - такие, как акции предприятий и акции трудового коллектива.

Особо следует остановиться на вопросе существования квази ценных бумаг, так называемых суррогатов, которыми изобилует зарубежная практика. Цель их выпуска - избежание государственного регулирования, подпадания под те или иные законодательные нормы. В практике стран СНГ часто встречаются такие квази бумаги, как "чековая карта", "сертификат", "депозитный договор", "кредитный опцион" и др. Это суррогаты - документы плохо регулируемые, риски по которым для инвесторов и эмитентов значительно выше, чем по ценным бумагам, порядок выпуска и обращения которых регулируется законом.

Фундаментальные свойства ценных бумаг

К так называемым фундаментальным свойствам ценных бумаг относят обращаемость, ликвидность и риск.

Обращаемость - способность ценной бумаги покупаться и продаваться на рынке, а также во многих случаях выступать в качестве самостоятельного платежного инструмента, облегчающего обращение других товаров. В известных метаморфозах Д-Т, Т-Д ценные бумаги могут выступать и в качестве товара, и в качестве денег. Ценные бумаги в известном смысле являются то-

варом, которому присущи стоимость и потребительная стоимость. Стоимость этого особого товара зависит от нескольких факторов - таких, как, например, величина приносимого ими дохода, норма ссудного процента, возможность быть проданной по относительно высокому курсу, возможность участвовать в управлении предприятием и т.п. Потребительная стоимость ценных бумаг состоит в том, что через них владелец удовлетворяет вполне определенную, конкретную потребность в увеличении, сохранении своего капитала, участии в управлении предприятием. В то же время в некоторых случаях отдельные виды ценных бумаг (государственные облигации, векселя) при определенных благоприятных обстоятельствах могут выполнять денежные функции - средства обращения и платежа. Известно, что в некоторых странах высоколиквидные государственные облигации используются в качестве платежного средства при расчетах за недвижимость, автомобили и др.

Ликвидность - способность ценной бумаги быть быстро проданной, превращенной в денежные средства без существенных потерь для держателя. На ликвидность влияют три группы факторов: а) общеэкономические; б) связанные с уровнем организации рынка ценных бумаг в данной стране; в) факторы, связанные с особенностями эмитента. К общеэкономическим факторам относятся такие, как состояние денежного обращения, нахождение экономики в той или иной стадии цикла, наличие платежеспособного спроса со стороны инвесторов, степень быстроты осуществления банковских расчетов. К факторам, связанным с организацией фондового рынка, можно отнести степень информированности потенциальных инвесторов, наличие института маркет-мейкеров, величину стоимости одной транзакции. Ликвидность ценных бумаг на уровне отдельного эмитента зависит, прежде всего, от его финансового состояния, известности и срока существования, безубыточной деятельности, величины выплачиваемых доходов, прогнозах и перспективах развития и т.п. Безусловно, в этом смысле самыми высоколиквидными ценными бумагами будут ценные бумаги, которые котируются на фондовых биржах.

Риск - возможность потери, связанная с операциями (в том числе инвестициями) с ценными бумагами и неизбежно присущая

им. Риски по операциям с ценными бумагами связаны с вероятностью неполучения желаемого результата при совершении какой-либо определенной операции из-за влияния на него множества случайных факторов. Практически любая операция на этом рынке означает, что ее участники (эмитенты, инвесторы или посредники) принимают на себя ту или иную степень риска. В странах, только создающих свои фондовые рынки, риски их участников на несколько порядков выше, чем в странах, имеющих более давнюю историю рыночных отношений, деятельность на фондовом рынке тесно связана с различными видами риска. Поэтому профессиональным участникам рынка ценных бумаг в своей деятельности обязательно приходится учитывать различные виды рисков: макроэкономические, связанные с инфляционными процессами, особенностями отраслей и регионов; рисками предприятия, связанными с платежеспособностью и кредитоспособностью эмитента; риски управления портфелем и технические риски, к которым относятся временной, операционный, селективный риски, риски, связанные с урегулированием расчетов, и т.п. Практика развитых стран выработала значительный арсенал противостоящих каждому виду риска форм и методов страхования.

1.2. Акции

Акция (от французского action) - это ценная бумага, свидетельствующая о внесении известного пая в капитал акционерного общества, дающая право ее владельцу на получение части прибыли и, как правило, на участие в управлении этим обществом. Акция занимает особое место среди множества различных видов ценных бумаг благодаря своим особым и только ей присущим качествам.

Прежде всего — это ценная бумага *без установленного срока действия*, которая может находиться в обращении до тех пор, пока существует выпустившее ее акционерное общество. Владелец акции имеет право участвовать в распределении имущества акционерного общества в случае его ликвидации.

Доход, полученный по акции, называется - ***дивиденд***. Обычно он зависит от прибыли акционерного общества. Если компания по

результатам отчетного периода имеет большую прибыль, у нее есть возможность выплатить больший дивиденд и наоборот, если прибыль вообще отсутствует, дивиденд может не выплачиваться.

В отличие от всех других видов ценных бумаг (облигаций, казначейских обязательств, депозитных сертификатов, векселей), являющихся, по сути, орудиями кредита и отражающих кредитные отношения, акция является инструментом, регулирующим отношения собственности. Ее владелец имеет право участвовать в управлении акционерным обществом, отдавая свой голос за то или иное решение на общем собрании акционеров компании.

Денежная сумма, обозначенная на акции, называется номинальной стоимостью. После первой продажи инвестору она не имеет сколько-нибудь серьезного значения для дальнейшего движения акции на фондовом рынке и носит информативный характер, характеризуя величину долевого капитала.

Цена, по которой акция продается, на рынке именуется курсом акции. Она определяет реальную ценность акции. Курс акций находится в прямой зависимости от получаемого по ним дивиденда и в обратной зависимости от нормы ссудного процента. Есть мнение, что курс акций - это капитализированный дивиденд, он равняется сумме денежного капитала, которая, будучи вложенной в банк или отданной в ссуду, даст доход, равный дивиденду, получаемому по акции. В то же время, практика показывает, что после объявления компанией о выплате даже незначительных дивидендов рыночная цена акций снижается, поскольку считается, что на сумму выплаченных дивидендов уменьшится имущество компании. Курс акций есть не что иное, как отражение стоимости этого имущества.

Акции подразделяются на:

1. Акции открытых акционерных обществ, которые выпускаются в обращение публично и в последующем могут переходить из рук в руки без согласия других акционеров, и акции закрытых акционерных обществ, которые при первичной эмиссии распределяются среди заранее определенных инвесторов и которые могут переходить из рук в руки только с согласия общего собрания компании.

2. Именные и на предъявителя (так называемая категория акций). На именных акциях должны быть обязательно указаны фа-



милия владельца, а если владельцем является юридическое лицо - наименование организации. На акциях "на предъявителя" имя владельца акции не указывается. Именные акции обычно выпускаются более высоким достоинством. Это объясняется характером их обращения на фондовом рынке. Акционерные общества могут выпускать одновременно именные и предъявительские акции. В Узбекистане подавляющее большинство акций выпускается в форме именных.

3. Обыкновенные (простые) и привилегированные. Обыкновенная акция дает право голоса на собрании акционеров, а размер получаемого по ней дивиденда зависит от результатов работы акционерного общества за год и ничем другим не гарантирован. Поскольку владельцы таких акций несут больший риск, нежели владельцы других ценных бумаг, предполагаемые дивиденды по ним устанавливаются на более высоком уровне.

Привилегированная акция не дает владельцу права голоса на общем собрании акционеров и тем самым права на управление предприятием. Привилегии по ней состоят в возможности получе-

ния, с одной стороны, гарантированного дохода вне зависимости от результатов хозяйственной деятельности общества, а с другой - вправе первоочередного получения стоимости акции при ликвидации акционерного общества. Общая номинальная стоимость привилегированных акций не должна превышать 20% уставного капитала компании. Перечислим основные, наиболее часто встречающиеся виды акций в странах с развитой рыночной экономикой.

По характеру обращения на фондовой бирже различают "*зарегистрированные*" и "*незарегистрированные*" акции. Первые - это акции, допущенные к обращению на бирже. Вторые - акции, находящиеся только на внебиржевом рынке ценных бумаг.

По характеру выпуска эмитентом выделяют: *подписные* акции (на размещение которых даны гарантии дистрибьюторской фирмой). Они подразделяются на полностью или единовременно оплачиваемые и оплачиваемые по частям.

По характеру обращения выделяют "*акции в обращении*", то есть те акции эмитента, которые постоянно находятся в обращении на рынке ценных бумаг, и "*портфельные*", т.е. акции, которые находятся во владении компаний, их выпустивших.

Имеется особая категория акций, которые называют "*активными*". Это акции, которые постоянно обращаются на биржах в больших количествах. Эти акции при определении на них специальных индексов являются индикаторами ситуации на рынке.

Акции "*с правом на переоценку*" дают эмитенту право потребовать у владельца дополнительный взнос. Чаще всего их выпускают в условиях инфляции.

"*Гарантированные акции*" - с правом получения гарантированных дивидендов.

"*Винкулированные*" - акции, которые владелец не может продать без разрешения исполнительного органа акционерного общества.

Особое место занимают привилегированные (преференциальные акции), которые имеют много разновидностей.

Например, привилегированные акции с правом отзыва (отзывные) - дающие эмитенту право выкупать их у владельца после предварительного уведомления.

"*Золотая акция*" - акция, дающая право ее держателю (независимо от вклада в уставный фонд) в течение определенного

времени управлять компанией. Такие акции чаще всего встречаются в странах, где идут процессы приватизации. Причем держателем «золотой» акции, как правило, выступает само государство, в лице какого-либо органа управления экономикой.

"Кумулятивные" акции. В условиях их выпуска обычно предусматривается, что любые причитающиеся, но не выплаченные в установленные сроки дивиденды накапливаются и выплачиваются по этим акциям в периоды, когда у эмитента финансовое положение улучшается и появляется возможность выплатить их.

Обязательные реквизиты бланков акций

1. Наименование акционерного общества и его местонахождение.

2. Наименование ценной бумаги - акция.

3. Серия, порядковый номер, дата выпуска.

4. Вид (простая или привилегированная).

5. Номинальная стоимость.

6. Имя держателя (для именной акции).

7. Размер уставного фонда акционерного общества на день выпуска акций.

8. Количество выпускаемых акций.

9. Срок выплаты дивидендов.

10. Подписи председателя правления и главного бухгалтера акционерного общества.

11. Код акции и дата, присвоенные регистрирующим органом.

1.3. Облигации

Облигация (от латинского obligatio, обязательство) - ***ценная бумага, удостоверяющая предоставление ее владельцем займа и подтверждающая обязательство возместить ему номинальную стоимость этой ценной бумаги в предусмотренный в ней срок с выплатой фиксированного (твердого) процента.***

В отличие от акции облигация не является титулом собственности на имущество эмитента. Она не дает право голоса, а тем самым права на управление. Облигация - это свидетельство о предоставлении средств во временное пользование (кредита) одного лица (инвестора-кредитора) другому (эмитенту-должнику). Облигации выпускаются на определенный срок и должны быть погашены. Их владельцы по сравнению с владельцами других видов

ценных бумаг традиционно имеют приоритеты при ликвидации эмитента. В соответствии с характеристикой эмитента облигации делятся на следующие три большие группы: государственные, муниципальные и облигации предприятий.

Государственные облигации

Обычно - это ценные бумаги "на предъявителя". Они возникли в период домонополистического капитализма. Облигации являются отражением кредитных отношений, в которых государство является должником, а население или предприятия и организации - кредитором (государственный кредит). Сегодня государственные облигации - наиболее распространенный вид облигаций. Эмиссию государственных облигаций осуществляет правительство, чаще всего, для покрытия дефицита государственного бюджета. Непосредственно операциями с государственными облигациями занимаются кредитные учреждения. Источник выплаты процентов - реализованная прибавочная стоимость, поступающая государству от предприятий в виде налогов. Государственные облигации, как правило, гарантированы достоянием страны и поэтому считаются наиболее надежным видом инвестиционных активов, доходы по государственным облигациям налогами не облагаются. Поэтому процентные ставки по ним ниже, чем по самым первоклассным облигациям корпораций. В странах с развитой рыночной экономикой совокупный государственный долг в большей части представлен именно выпущенными в разное время облигациями.

Организация и широкое развитие рынка государственных ценных бумаг при всех его отрицательных моментах почти всегда давали возможность странам с развитой экономикой использовать кредит как источник формирования доходов государственного бюджета и тем самым расширять ресурсные возможности финансирования хозяйства.

С помощью различных операций с государственными ценными бумагами, например, покупки или продажи их на открытом рынке при участии кредитной системы достигается денежно-кредитное регулирование экономики большинства современных капиталистических государств. Для населения и предприятий приобретение государственных обязательств является относительно надежной формой сохранения своих сбережений, накоплений,

Вилоо на УЕСТИ
Кутубхона
№ У372

позволяющей в какой-то степени оградить себя от воздействия инфляционных процессов.

Государственные облигации Узбекистана - это облигации внутренних республиканских займов. Решение о выпуске таких облигаций принимается правительством. В истории независимого Узбекистана имели место выпуски двух различных видов государственных облигаций. Первый — в мае 1992 года - 12-процентный внутренний выигрышный займ для населения, окончившийся весьма неудачно, из-за начавшейся сразу же после выпуска галопирующей инфляции, вызванной развалом СССР и чрезмерным выпуском советским правительством в обращение бумажных денежных знаков. Второй - в марте 1996 года - облигационный займ для предприятий и организаций в виде государственных краткосрочных облигаций (ГКО), функционирующий весьма успешно, принося доходы в казну страны и предприятиям-инвесторам.

Первый аукцион ГКО в Узбекистане прошел 28 марта 1996 года. Эмитентом облигаций является Министерство финансов. Эмиссия облигаций осуществляется периодически в форме отдельных выпусков. Каждый выпуск, как правило, производится один раз в месяц. Номинальная стоимость облигации составляет 1000 сума. Облигации могут выпускаться на срок 3, 6, 9 и 12 месяцев.

Владельцами облигаций могут быть юридические лица, которые приобретают их через уполномоченные на это организации (дилеров). Проведение аукционов, торгов, расчетов и другое обслуживание выпусков облигаций производится на Узбекской республиканской валютной бирже.

Первичное размещение облигаций осуществляется Центральным банком Республики Узбекистан от имени и за счет Министерства финансов на аукционах по цене ниже номинала. Механизм размещения следующий: Министерство финансов поручает Центральному банку разместить выпуск ГКО. Центральный банк производит размещение ГКО через Республиканскую валютную биржу на аукционах, участниками которых являются официальные дилеры, имеющие специальные лицензии. Официальными дилерами являются: Национальный банк внешнеэкономической деятельности, "Узпромстройбанк", "Асакабанк", "Узпахтабанк", "Ипак йули", "Алокабанк" и другие крупные банки Узбекистана.

Образцы сертификата и акции


АЛОҚАБАНК
ЎЗБЕКИСТОН РЕСПУБЛИКАСИ
ИХТИСОСЛАШТИРИЛГАН
АКЦИЯДОРЛИК-ТИЖОРАТ БАНКИ
НИЗОМ ЖАМҒАРМАСИ
1 500 000 000
№ 001892
50000
СЎМГА
СЕРТИФИКАТИ
2000

Сертификат акции **Алокабанка**. Выпуск 2000 года


1997
"ҒАЛЛАОРОЛ ПАРРАНДАЧИЛИК"
ОЧИҚ ТУРДАГИ ХИССАДОРЛИК ЖАМИЯТИ
НИЗОМ ЖАМҒАРМАСИ
22 762 700
ОДДИЙ ЭГАСИ ЁЗИЛМАГАН
113998
АКЦИЯ
100 (БИР ЮЗ) СЎМ
ТЎЛАНМАГАН АКЦИЯЛАР

Акция обыкновенная открытого акционерного общества «**Галлаорол паррандачилик**». Выпуск 1997 года

Инвестор для приобретения ГКО на первичном аукционе или вторичном рынке заключает договор на обслуживание с дилером. На основании договоров на покупку ГКО дилер формирует портфель заявок. В соответствии с заявками он покупает для инвесторов ценные бумаги на торгах биржи. Инвесторы, ставшие владельцами ГКО, могут либо хранить облигации у дилеров до их погашения, либо совершать с ними операции по купле-продаже на вторичном рынке. Дилеры самостоятельно открывают инвесторам счета "депо" для ведения учета приобретенных ГКО. Погашение ГКО производится Центральным банком по поручению Министерства финансов по истечении срока обращения ГКО.

Муниципальные облигации

В качестве эмитентов таких облигаций могут выступать органы власти национально-государственных и административно-территориальных образований Республики Узбекистан: например, Республика Каракалпакстан, области, районы, города. Решение о выпуске облигаций принимается местными органами государственной власти: Советом Министров Республики Каракалпакстан, хокимиятами областей, городов, районов.

Один из главных вопросов выпуска муниципальных облигаций - это вопрос их обеспечения. В зависимости от этого они могут выпускаться со следующими основными источниками покрытия:

Под общее обязательство о погашении задолженности. Выполнение обязательств по таким облигациям обеспечивается общей способностью органа власти взимать налоги, пошлины, арендные платежи и т.п., без закрепления каких-либо конкретных источников поступлений местного бюджета для последующих погашений и выплаты процентов по облигациям.

Под общее обязательство с ограниченным покрытием по налоговой способности. В данном случае органы муниципальной власти определяют, за счет какого конкретного вида поступлений в местный бюджет в будущем будет обеспечиваться выполнение обязательств перед держателями облигаций.

Под целевые поступления. В условиях выпуска облигаций указывается конкретный проект, на реализацию которого направляются средства, полученные от покупателей ценных бумаг, и который должен принести определенные доходы для выполнения обязательств перед владельцами облигаций.



1.4. Казначейские обязательства и депозитные сертификаты

Казначейские обязательства - государственные ценные бумаги на предъявителя, удостоверяющие внесение их владельцами денежных средств в бюджет и дающие право на получение фиксированного дохода в течение всего срока владения этими ценными бумагами.

В Узбекистане могут выпускаться следующие виды казначейских обязательств:

1. Долгосрочные - выпускаются на срок от 5 и более лет.
2. Среднесрочные - выпускаемые на срок от года до 5 лет.
3. Краткосрочные - выпускаемые на срок до 1 года, 3, 6 и 9 месяцев.

Решение о выпуске долгосрочных и среднесрочных казначейских обязательств принимается Кабинетом Министров Республики Узбекистан, а краткосрочных - Министерством финансов.

По своей природе казначейские обязательства очень близки к государственным облигациям. Фактически казначейские обя-

зательства есть не что иное, как государственные облигации, выпускаемые для физических лиц, доходы по которым можно получать на протяжении всего срока владения ценной бумагой.

Депозитный сертификат - свидетельство кредитного учреждения о вкладе денежных средств, дающее право вкладчику на получение по истечении установленного срока суммы депозита и процентов по нему.

Депозитные сертификаты получили активное развитие с 60-х гг. в США и Великобритании как разновидность вкладного депозитного свидетельства - документа, подтверждающего взнос денег в кредитное учреждение, по которому вклад мог быть истребован. В вышеуказанных странах широкое распространение получил выпуск обращающихся срочных депозитных сертификатов, которые могут быть проданы вкладчиками банку, а не дилерам с потерей процентов или переданы одним лицом другому при помощи передаточной надписи. Такие сертификаты в США выпускаются на крупные суммы - от 100 тыс. до 1 млн. долларов. В качестве инвесторов выступают крупные предприятия, иностранные вкладчики, местные органы власти. Сертификаты стали особенно популярны в связи с приемом их в уплату налогов.

В Узбекистане после принятия независимости, начиная с 1994 г., сертификаты выпускаются двух видов:

депозитные сертификаты - для юридических лиц, сроком до 1 года;

депозитные (*сберегательные*) *сертификаты* - для физических лиц, сроком до 3 лет.

Срок обращения сертификата исчисляется с даты его выдачи до даты, когда его владелец получает право востребования вклада. Если срок получения депозита и вклада по сертификату просрочен, то такой сертификат считается документом до востребования, по которому банк несет обязательство оплатить обозначенную на нем сумму немедленно по первому требованию владельца.

Банк может предусмотреть возможность досрочного предъявления сертификата к оплате. В этом случае выплачиваются нарицательная (номинальная) стоимость сертификата и проценты по пониженной ставке, которая определяется банком заранее, при выдаче сертификата. Проценты по первоначально установленной в условиях выпуска и обращения ставке, причитающиеся вла-

дельцу по истечении срока обращения сертификата, должны выплачиваться банком-эмитентом независимо от времени покупки данного сертификата.

Сертификаты могут выпускаться как в разовом порядке, так и сериями, именные и на предъявителя.

Банк, выпускающий сертификат, может включать в него по согласованию с Центральным банком иные дополнительные условия и реквизиты. На бланке сертификата должны содержаться все условия выпуска и обращения (условия и порядок уступки прав требования по сертификату). Если же с сертификатом была проведена операция, не предусмотренная условиями, содержащимися на его бланке, то такая операция считается недействительной.

Обязательные реквизиты бланков депозитных сертификатов

1. Наименование ценной бумаги.

2. Указание причины выдачи сертификата (внесение депозита или сберегательного вклада).

3. Дата внесения депозита или сберегательного вклада.

4. Размер депозита или сберегательного вклада (прописью и цифрами).

5. Безусловное обязательство банка вернуть сумму внесенную на депозит или вклад.

6. Дата востребования вкладчиком суммы по сертификату.

7. Ставка процента за пользование депозитом или вкладом.

8. Сумма причитающихся процентов.

9. Адрес банка-эмитента, а для именного сертификата - имя (наименование) вкладчика.

10. Подписи двух лиц, уполномоченных банком на подписание такого рода обязательств, скрепленные печатью банка.

Бланки сертификатов изготавливаются только полиграфическими предприятиями имеющими от Центрального банка лицензию на производство бланков ценных бумаг.

Владелец сертификата может переуступить его другому лицу. Уступка права требования по бланковому именному сертификату оформляется на его оборотной стороне двухсторонним соглашением уступающего свои права и приобретающего эти права. Уступка права требования по бланковому сертификату на предъявителя осуществляется простым вручением этого сертификата.

Банки могут выпускать сертификаты и в безналичной форме (в виде записей по счетам "депо"). В этом случае учет операций по сертификатам в безналичной форме ведется в депозитариях банков. Взаимоотношения клиента и депозитария оформляются договором.

Если сертификат реализуется юридическому лицу, между банком-эмитентом и вкладчиком заключается договор. Денежные расчеты по купле-продаже депозитных сертификатов и выплате сумм по ним осуществляются только в безналичном порядке. Оформление депозитного (сберегательного) сертификата физическим лицам производится на основании заявления, в котором вкладчик указывает все необходимые для заполнения сертификата реквизиты. Оплата депозитного (сберегательного) сертификата производится чеком или наличными. Погашение депозитного (сберегательного) сертификата банком производится наличными, либо путем перевода суммы на счет, указанный клиентом.

В отличие от некоторых других ценных бумаг (например, векселей) сертификаты не могут служить расчетным или платежным средством за проданные товары и оказанные услуги.

1.5. Векселя

Вексель (от немецкого wechsel) - ***это ценная бумага, удостоверяющая безусловное обязательство векселедателя либо иного указанного в векселе плательщика выплатить по наступлении предусмотренного векселем срока определенную сумму владельцу векселя.***

Родиной векселя является Италия (XII-XIII вв.). Прообразом переводного векселя было сопроводительное письмо одного банкира-менялы другому с просьбой выплатить подателю письма (например, купцу, приехавшему на ярмарку) взамен уплаченных им денег соответствующую сумму в местной валюте. Простой вексель по своему происхождению связан с долговой распиской. Первоначально отношения между участниками вексельной операции были доверительными, но со временем приобрели характер юридических обязательств.

Широкое распространение векселя получили в связи с развитием капиталистических отношений, ростом ростовщического,

торгового и банковского капитала и международной торговли. Первые вексельные законы были изданы в Европе В 17-18 вв. С развитием и усложнением товарно-денежных отношений вексель превращается в универсальный кредитно-расчетный документ.

Простой вексель (соло вексель) - это документ, содержащий обязательство должника (векселедателя) уплатить определенную денежную сумму в указанный срок кредитору (первому получателю).

Переводный вексель (тратта) - это документ, содержащий приказ векселедателя-кредитора (трассанта) должнику (трассату) уплатить определенную денежную сумму в указанный срок третьему лицу - первому получателю (ремитенту).

Переводный вексель не имеет законной силы, если он не акцептован должником-трассатом. Акцепт (согласие на оплату) в письменном виде совершается на лицевой стороне векселя. Акцепт может быть общим или ограниченным (частичным). Частичный акцепт - это письменное согласие должника оплатить часть валюты векселя. В случае неакцепта векселя или отказа от платежа по нему он может быть опротестован. При этом у его держателя появляется право оплаты в порядке регресса, т.е. обратного требования к предыдущим, обязанным по векселю лицам.

Вексель может быть передаваем из рук в руки по передаточной надписи; ответственность по векселю для участвующих в нем лиц является солидарной, за исключением лиц, совершивших безоборотную надпись; явка в нотариальное учреждение для засвидетельствования подписи не требуется; при неоплате векселя в установленный срок необходимо совершение нотариального протеста; вексель является абстрактным денежным документом и это обеспечивается закладом, залогом или неустойкой.

Главное отличие переводного векселя от простого, по существу являющегося долговой распиской, заключается в том, что он предназначен для перевода, перемещения ценностей из распоряжения одного лица в распоряжение другого.

Здесь обязательство трассанта условное: он обязуется заплатить вексельную сумму, если плательщик (трассат) не заплатит ее.

Из содержания переводного векселя следует, что обязательства по нему для трассата (плательщика) возникают лишь с момента принятия (акцепта) им векселя. В противном случае он

остается для векселедателя совершенно посторонним лицом. Исходя из этого, получатели денег по векселю могут заблаговременно, до наступления срока платежа, выяснить отношение плательщика к оплате векселя. Эта цель достигается путем предъявления векселя трассату с предложением его акцептовать, следовательно, принять на себя обязательство произвести платеж.

Вместе с тем предъявление векселя к акцепту не является обязательным условием для тех случаев, когда векселедержатель уверен в состоятельности трассата и трассанта. Предъявление векселя к акцепту может быть произведено в любое время, начиная со дня его выдачи и кончая моментом наступления срока платежа. Вексель может быть предъявлен к акцепту и акцептован даже после срока платежа, и трассат отвечает по нему, так как если бы он принял вексель до срока.

Акцепт обычно отмечается в левой части лицевой стороны векселя и выражается словом "акцептован", "принят", "заплачу" с обязательным проставлением подписи плательщика. Простая подпись на лицевой стороне векселя также означает принятие векселя.

Вексель может быть выписан на любую сумму на срок до 3 месяцев, а в исключительных случаях - до 6 месяцев. Он может быть выдан сроком "На определенный день" или " столько-то времени от составления". Если в векселе не указан срок, то он рассматривается как подлежащий оплате при предъявлении.

Векселя выписываются на бланках установленной формы. Типовые бланки векселей изготавливаются централизованным путем ГПО «Госзнак» и распределяются среди коммерческих банков. Предприятия и организации могут приобретать бланки векселей в коммерческих банках по месту ведения расчетного счета. При выдаче бланков векселей банк должен проверить финансово-хозяйственное положение клиента, степень его платежеспособности. При этом банк регистрирует сумму векселя и срок его обращения в специальном журнале. Руководители банка несут персональную ответственность за выдачу бланков векселей и регистрацию вексельных сумм.

При наступлении срока платежа векселедатель обязан при предъявлении векселя оплатить указанную в нем сумму векселедержателю, после чего в двухдневный срок оповестить банк, за-

регистрировавший выдачу векселя, о совершении по векселю платежа. В случае неоплаты векселя в срок банк имеет право списывать поступающие на счет предприятия должника денежные средства в счет погашения обязательств по векселю.

Если платеж по векселю своевременно не совершен, векселедержатель может в течение 2 рабочих дней, следующих за днем, в который вексель должен быть погашен, оформить протест в неплатеже, после чего предъявить иск векселедателю и индоссантам (все выдавшие, индоссировавшие вексель, являются солидарно обязанными перед векселедержателем). Иск может быть подан до наступления срока платежа при несостоятельности плательщика, в случае прекращения им платежей, даже если это обстоятельство не было установлено судом.

Векселедержатель имеет право предъявить иск всем индоссировавшим вексель лицам или к каждому в отдельности независимо от последовательности, в которой они передавали друг другу вексель. Такое же право иска имеет каждый, подписавший вексель, после того, как он его оплатил.

Векселедержатель может требовать от лица, которому он предъявил иск по векселю:

- неоплаченную сумму векселя и проценты, если они были обусловлены;
- проценты в размере учетной ставки Центрального банка со дня срока платежа;
- издержки по протесту (посылка извещения, пошлина и др.);
- пеню в размере половины учетной ставки Центрального банка со дня срока платежа.

В соответствии с Указом Президента Республики Узбекистан от 19 марта 1997 года выпуск векселей предприятиями и организациями допускается только для покрытия недостатка у них денежных средств для расчетов за конкретно поставляемые им товары (работы, услуги) с обязательным оформлением *вексельного поручительства (аваля)*. Запрещается передача векселей в трастовое управление, а также выдача кредитов векселями. Кроме того, предприятия и организации векселедержатели, имеющие недоимки перед бюджетом, не имеют права использовать для оплаты за товары (работы, услуги) векселя с наступающими в данном месяце сроками погашения. Денежные средства, поступающие век-

селедержателям в погашение указанных векселей, подлежат перечислению в бюджет в счет имеющейся недоимки.

Коммерческим банкам вменено открывать предприятиям-векселедателям специальные счета, на которых к моменту погашения векселей банки должны резервировать в необходимом размере денежные средства векселедателей, а в случае отсутствия у векселедателя к моменту погашения векселя свободных денежных средств своевременно выплачивать на основании вексельного поручительства (аваля) векселедержателю причитающиеся ему средства с последующим применением процедуры протеста векселя и санкций к предприятию - должнику.

Разновидности векселей, встречающиеся в мировой практике

Покрытые - векселя, основанные на реальных сделках.

Дружеские - выдаются на доверительной основе. При этом одна сторона для оказания помощи другой, находящейся в затруднительном финансовом положении, акцептует его вексель с тем, чтобы последняя либо расплатилась со своими должниками, либо произвела его учет в банке.

Бронзовые - векселя, не имеющие товарного покрытия. Они выписываются, как правило, на вымышленное лицо. Доход по такому векселю получают путем учета его в банке. Обычно такие векселя выставляются предпринимателями друг на друга с целью получения по ним банковских ссуд.

Коммерческие - векселя, основанные на товарных сделках.

Финансовые - векселя, основанные на сделке ссуды, по которой одно предприятие выдает другому денежные средства.

Банковские - векселя, плательщиками по которым выступают банки. По своей природе они схожи с депозитными сертификатами.

Казначейские - разновидность финансового векселя. Они выпускаются государством.

В странах с развитой экономикой посредством векселя можно оформить различные кредитные обязательства: оплатить купленный товар или предоставленные услуги на условиях коммерческого кредита, возвратить полученную ссуду, предоставить кредит.

Векселя могут обращаться. Передача от одного держателя к другому производится посредством передаточной надписи — индоссамента (именного или бланкового). Каждый индоссант несет ответственность за акцепт и платеж как «векселедатель». Век-

сель, как ценная бумага, для оплаты должен быть предъявлен в месте платежа плательщику или третьему лицу, которому поручено оплатить вексель (домицилиату). Обращение векселей ограничено сроком, на который они выписаны.

Индоссамент - передаточная надпись на ценной бумаге, векселе, удостоверяющая переход прав по этому документу к другому лицу. Индоссамент проставляется обычно на оборотной стороне документа или на добавочном листе. Индоссамент может содержать указание лица, в пользу которого переводится документ (полный или именной), быть на предъявителя или состоять из одной лишь подписи индоссанта (бланковый).

Передаточные надписи могут иметь следующий вид: "платите приказу" или "вместо нас уплатите". Подпись должна скрепляться печатью организации.

Индоссамент может быть следующих видов:

- *Именной индоссамент* определяет нового владельца. Для дальнейшей передачи векселя необходима его подпись.

- *Бланковый индоссамент* не определяет лица, которому передается вексель. Отмечается только факт передачи.

- *Безоборотный индоссамент*. Векселедержатель (индоссант) при передаче векселя вправе поместить в передаточной надписи оговорку "без оборота на меня" и тем самым снять с себя ответственность по неоплаченному и опротестованному в неплатеже векселю, что - распространяется на последующих индоссантов.

Индоссант несет солидарную ответственность вместе с векселедателем и плательщиком. Собственником документа при этом остается индоссант, а держатель выступает в роли его поверенного и может совершать любые действия для получения платежа.

Добавочный лист (аллонж). Если в векселе не хватает места осуществления передаточных надписей, они совершаются на прикрепленном к нему добавочном листе таким образом, чтобы индоссамент начинался на самом векселе и заканчивался на аллонже.

Последствия непринятия или неплатежа по векселю

В течение 4 рабочих дней после совершения протеста в неплатеже или неакцепте векселедержатель обязан известить об этом своего индоссанта и векселедателя. Каждый последующий индоссант в течение двух рабочих дней, следующих за днем получения им извещения, сообщает своему предшественнику о

полученном им извещении и так до векселедателя. Извещение авалисту и индоссанту, за которого он поручился, выставляется одновременно. Непосылка извещения не лишает вексельных прав векселедержателя.

Протест векселя

Под вексельным протестом понимается официально удостоверенное требование платежа и его получение. Векселедержатель или его уполномоченное лицо для совершения протеста должны предъявить неоплаченный вексель в нотариальную контору по месту нахождения плательщика или, если это домицилированные векселя, т.е. векселя, подлежащие оплате у третьего лица - по месту нахождения этого лица, а для совершения протеста векселей в неакцепте и недатировании акцепта - по месту нахождения плательщика.

Векселя предъявляются в нотариальные конторы для совершения протеста в неоплате на следующий день после истечения даты платежа по векселю, но не позже 12 часов следующего после этого срока дня.

Хотя в соответствии с существующим законодательством вексель вполне "легитимная" ценная бумага, многие предприятия и организации стараются избегать использования этого финансового инструмента.

Ключевые слова

Ценная бумага. Обращающиеся ценные бумаги. Именная ценная бумага. Ценная бумага на предъявителя. Ценные бумаги с фиксированным доходом. Эмиссионные ценные бумаги. Фундаментальные свойства ценных бумаг. Обращаемость. Риск. Ликвидность. Акция. Дивиденд. Акции открытых акционерных обществ. Именные акции и на предъявителя. Обыкновенные (простые) и привилегированные акции. Облигации. Кредит. Государственные облигации Узбекистана. Первичное размещение облигаций. Муниципальные облигации. Казначейские обязательства. Виды казначейских обязательств. Долгосрочные. Среднесрочные. Краткосрочные. Депозитный сертификат. Вексель. Простой вексель. Переводный вексель. Векселедержатель. Индоссамент.

Вопросы для самоконтроля

1. Как гражданское законодательство определяет ценную бумагу? Каковы основные фундаментальные свойства ценных бумаг?
2. Охарактеризуйте, какими бывают ценные бумаги по способу размещения?
3. Что такое обращаемость? Что значит риск, ликвидность?
4. Какая ценная бумага называется «акцией»?
5. Что Вы понимаете под термином «дивиденд»? От чего зависят дивиденды предприятия?
6. Какие акции называются простыми, привилегированными акциями?
7. Что Вы понимаете под термином «Облигация»?
8. Какую роль играют ценные бумаги в развитии экономики государства, предприятия и предпринимателей?
9. Что такое муниципальные облигации?
10. Какие виды казначейских обязательств Вы знаете?
11. Что такое депозитный сертификат?
12. Каковы сроки обращения сертификатов?
13. Что такое вексель? Каким средством является вексель?
14. Что такое индоссамент?
15. Каковы основные разновидности векселей?

ГЛАВА 2. РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ

2.1. Обращение и размещение ценных бумаг

Обращение ценных бумаг

Под обращением ценных бумаг понимается их купля-продажа, а также другие действия, предусмотренные законодательством Республики Узбекистан, приводящие к смене владельца ценных бумаг.

Правило выпуска ценных бумаг в обращение (кроме депозитарных сертификатов и векселей) на территории Республики Узбекистан и их регистрация утверждается Госкомиссией по ценным бумагам и фондовым биржам при Министерстве финансов Республики Узбекистан.

Государственный комитет по управлению государственным имуществом и поддержке предпринимательства или его территориальные органы осуществляют государственную регистрацию первичного выпуска акций АООТ, созданных путем преобразования государственных предприятий, а также обеспечивают в установленном порядке размещение акций.

К выпуску и обращению на территории Узбекистана допускаются только те ценные бумаги, которые прошли государственную регистрацию и получили в установленном порядке регистрационный номер. Выпуск ценных бумаг, не прошедших государственную регистрацию, является незаконным, влечет за собой изъятие у владельца ценных бумаг выручки от их продажи и возвращение ее инвесторам с учетом компенсации упущенной выгоды.

Приобретение более 20% акций банка одним или несколькими приобретателями, связанными между собой соглашением, а также группой юридических лиц, являющихся дочерними или зависимыми по отношению друг к другу, требуют предварительного согласия Центрального банка. При установлении неудовлетворительного финансового положения приобретателей акций Центральный банк имеет право отказать в даче согласия на совершение сделки купли-продажи более 20% акций банка.

Приобретение 35% и более акций какого-либо эмитента или акций, обеспечивающих более 50% голосов акционеров, требует предварительного согласия органа, уполномоченного осуществлять антимонопольную политику Республики Узбекистан. Нарушение данного требования является основанием для признания сделок недействительными. Орган, уполномоченный осуществлять антимонопольную политику Республики Узбекистан, определяет порядок и правила признания субъектов контролирующими имущество друг друга.

Эмиссия ценных бумаг - выпуск ценных бумаг в обращение путем продажи их первым владельцам (инвесторам) - юридическим и физическим лицам.

Эмиссия осуществляется:

- при учреждении акционерного общества и размещении акций среди его учредителей;
- при увеличении размеров первоначального уставного капитала (фонда) АО путем выпуска акций;
- при привлечении заемного капитала юридическими лицами, государством, органами государственной власти и управления путем выпуска облигаций и иных долговых обязательств;
- при взаимном общереспубликанском погашении долговых обязательств предприятий.

Выпуск ценных бумаг в обращение (эмиссия) может осуществляться следующим образом:

- частного размещения без публичного объявления, без проведения рекламной кампании, публикации и регистрации проспекта эмиссии среди заранее известного ограниченного числа инвесторов;
- открытой продажи с публикацией и регистрацией проспекта эмиссии среди потенциального неограниченного числа инвесторов.

Для каждого из перечисленных случаев Государственная комиссия по ценным бумагам и фондовым биржам при Министерстве финансов Республики Узбекистан устанавливает минимальные и максимальные размеры эмиссии. При регистрации проспекта эмиссии ценных бумаг эмитент уплачивает в республиканский бюджет сбор в размере 0,1% от номинальной стоимости эмиссии.

При преобразовании государственных предприятий в АО сбор за регистрацию проспекта первичной эмиссии не взимается.

Распространение ценных бумаг

Эмитенты имеют право реализовывать свои ценные бумаги самостоятельно, за комиссионное вознаграждение через банки, инвестиционные компании, финансовых брокеров.

Инвестиционные компании могут по соглашению с эмитентом выступать гарантами и организаторами выпуска ценных бумаг на условиях:

- выкупа за свой счет всего выпуска ценных бумаг по фиксированной цене с целью дальнейшей перепродажи другим инвесторам;
- выкупа за свой счет недоразмещенной ими среди сторонних инвесторов в течение установленного срока части выпуска ценных бумаг.

Инвестиционные компании и финансовые брокеры могут заключать дистрибьюторские договоры с эмитентами о продаже ценных бумаг от имени эмитента сторонним инвесторам без принятия на себя обязательств по выкупу недораспространенной части выпуска.

2.2. Сделки и расчеты на рынке ценных бумаг

Сущность сделок с ценными бумагами

Рассматривая сделки с ценными бумагами, следует исходить из общего понятия сделки. Под сделкой понимается взаимное соглашение, связанное с возникновением, прекращением или изменением имущественных прав, заложенных в ценные бумаги. Они возможны при покупке и продаже, уступке прав, наследовании, дарении, учете, зачете и т.д.

Сделку следует рассматривать с точки зрения:

- организационной;
- экономической;
- правовой;
- этической.

Характеристика сделки относительно организационного аспекта охватывает порядок действий, необходимых для заключения сделок.

Экономический аспект сделки с ценными бумагами связан с характеристикой цели, ради которой она заключается.

Правовой аспект сделки отражает те права и обязанности, которые приобретают участники сделки в процессе ее совершения, включая имущественную ответственность при нарушении условий сделки.

С этической точки зрения совершение сделки отражает общественное отношение к сделкам, поэтому необходимо наличие и соблюдение определенных норм, правил поведения при их заключении.

При классификации сделок следует учитывать срок, в течение которого они должны быть выполнены. В соответствии с этим признаком сделки можно разделить на кассовые, т.е. принадлежащие немедленному выполнению и срочные, при которых продавец обязуется представить ценные бумаги к установленному сроку в будущем, а покупатель принять их и оплатить по условиям сделки.

В отношении срочных сделок рекомендации по окончательному расчету Международная ассоциация фондовых бирж не дает, хотя в США они должны быть выполнены не позднее 60 дней со дня заключения, т.е. Т+60 дней, а при дополнительном соглашении между сторонами срок исполнения может быть увеличен.

Кассовые сделки

К кассовым относятся сделки с фондовыми ценностями, подлежащие исполнению немедленно или в течение 3 дней после заключения сделки. Число заключенных на фондовых биржах кассовых сделок, как правило, превышает число заключенных срочных сделок, ибо кассовые сделки активно используют не только те, кто покупает акции и облигации, удовлетворяя потребности своих клиентов, но и биржевые спекулянты. С развитием биржевой торговли кассовые сделки фактически по форме превратились в срочные сделки.

Кассовые сделки бывают двух видов:

- покупка с частичной оплатой заемными деньгами;
- покупка ценных бумаг, взятых взаймы или напрокат.

Покупка с частичной оплатой заемными деньгами заключается преимущественно игроками на повышение ("быками"). Покупка на заемные средства разрешается биржевыми правилами. В этом случае клиент оплачивает только часть стоимости акций, а остальная часть покрывается кредитором, который предоставляет брокер или банк. Второе название этих сделок - сделки с маржей.

Покупка ценных бумаг в кредит достаточна опасна, так как в них вовлекаются уже не только покупатели и продавцы, но и кредиторы-брокеры, что особенно существенно, коммерческие банки.

Таким образом, современный механизм фондовых покупок в кредит стоится на жестком ограничении размеров кредита и на внесении залога под полученные деньги.

Продажу ценных бумаг, взятых взаймы или (напрокат) используют наоборот игроки на понижение ("медведи"). Они продают акции, которыми фактически не владеют, а взяли в долг. Если ожидание продавца оправдывается и курс одолженных акций падает, он покупает их и возвращает тому брокеру, который их ему одолжил.

Продажа бумаг, полученных напрокат, именуется на биржевом лексиконе "короткой продажей". В отличие от этого, покупка акций в расчете на последующий рост их курса именуется «длинной сделкой».

Способы установления цен на фондовые ценности

Существует несколько способов установления цен на фондовые ценности:

- цена фиксируется на уровне курса биржевого дня заключения срочной сделки;
- цена на фондовые ценности не оговаривается, а расчеты производятся по курсу, который складывается на последний биржевой день для данного вида ценных бумаг на данной бирже, т.е. на момент ликвидации сделки;
- в качестве цены бумаги может быть принят ее курс любого, но заранее оговоренного биржевого дня, в период от дня заключения сделки до дня окончания расчетов;
- условиями сделки может быть предусмотрено установление максимальной цены, по которой ценная бумага может быть куплена, и минимальной цены, по которой она может быть продана (стеллаж).

Параметры сделок

Если оценивать параметры заключенных сделок, то срочные сделки можно разделить на твердые (простые), фьючерсные, условные (опционы), пролонгационные сделки.

Твердые сделки имеют такое название, т.к. обязательны к исполнению в установленный в договоре срок и по зафиксирован-

ной в нем твердой цене. Твердые сделки стандартизированы по форме, но могут заключаться на различные виды и объемы фондовых ценностей, а также сроки в соответствии с реальными потребностями контрагентов. В этом их преимущество по сравнению с опционом и фьючерсом.

Опционы - это срочные биржевые сделки, в которых один из контрагентов за установленное вознаграждение приобретает право на основании особого заявления, приуроченного к определенному дню, сделать тот или иной выбор, имеющий отношение к условиям исполнения сделки: исполнить сделку или отказаться от исполнения этой сделки.

Опционы исходят из того, что курс ценных бумаг в момент окончательных расчетов, наверняка, изменится по сравнению с существующим, и проигравшей стороне в ряде случаев выгоднее заплатить премию и получить право отказаться от приобретения или продажи ценных бумаг.

Пролонгационная сделка представляет собой внебиржевую срочную сделку. Одной стороной сделки выступает биржевой спекулянт, заключивший на бирже сделку вне срока и с целью получения курсовой разницы. Потребность в пролонгационной сделке возникает у биржевого игрока в случае, если прогнозируемое им изменение курса не состоялось и ликвидация срочной сделки не принесет прибыли. Однако биржевой спекулянт рассчитывает, что его прогноз на изменение курса оправдается в ближайшем будущем. Поэтому необходимо продлить условия сделки: ее пролонгировать.

Существуют две разновидности пролонгационной сделки репорт-депорт.

2.3. Понятие производных ценных бумаг

Производные ценные бумаги (ПЦБ) - это контракты, по которым одна сторона приобретает право или обязательство купить или продать определенное количество ценных бумаг по оговоренной цене в определенный срок. Чаще всего в качестве базисного актива (то есть ценной бумаги, лежащей в основе контракта) выступают акции и облигации.

В Узбекистане существуют некоторые особенности выпуска и обращения производных ценных бумаг. В соответствии с Положением о порядке выпуска и обращения производных ценных

бумаг на территории республики могут выпускаться только производные ценные бумаги, в основе которых лежат ценные бумаги акционерных обществ. Проспект эмиссии этих производных ценных бумаг должен пройти государственную регистрацию и получить в установленном порядке регистрационный номер.

Эмитент ПЦБ - юридическое лицо, выпускающее ПЦБ и несущее от своего имени обязательства по ним перед держателями этих ценных бумаг. Решение о выпуске ПЦБ принимается органом управления эмитента, имеющим на это полномочия. Этот же орган утверждает проспект эмиссии ПЦБ. Если стоимость базисного актива ПЦБ равна или превышает 1 млн. сумов, государственная регистрация проспекта эмиссии производится Центром по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг. В остальных случаях государственная регистрация ПЦБ производится его территориальными отделами в регионах.

ПЦБ могут выпускаться как в наличной, так и в безналичной формах. В последнем случае они оформляются глобальным сертификатом - документом, подтверждающим весь выпуск ПЦБ (или его часть) в безналичной форме и хранящимся в депозитарии, включающим в себя все реквизиты, требуемые для единичного сертификата, перечень общих условий эмиссии и обращения выпуска ПЦБ.

Производные ценные бумаги могут подразделяться на классы и серии.

Класс - это производная ценная бумага одного вида, в основе которого лежит один базисный актив.

Серия - это производная ценная бумага одного класса с одинаковыми ценами исполнения и сроками действия.

Спецификация базисного актива производной ценной бумаги должна содержать информацию о виде, типе, категории ценной бумаги, ее номинальной стоимости, цене за единицу, количестве, эмитенте, общей стоимости и некоторые другие сведения.

Не допускается купля-продажа производных ценных бумаг в рассрочку, продажа производных ценных бумаг, не являющихся собственностью продавца в момент оформления сделки (цессии), а также продажа ПЦБ в день истечения их срока действия.

Производные ценные бумаги могут выпускаться в виде опционов, варрантов и фьючерсов.

Опцион (от немецкого option) - это контракт, дающий право одной из сторон сделки купить или продать определенное количество ценных бумаг в течение определенного периода времени по фиксированной цене контрагенту, который за вознаграждение (премию) принимает на себя обязательство реализовать это право.

Особенностью опциона является то, что его владелец приобретает не саму ценную бумагу, а право на ее приобретение или реализацию. Причем он может использовать свое право на покупку или продажу либо отказаться от него.

В опционном договоре участвуют две стороны:

- покупатель опциона (держатель) - лицо, приобретающее право купить или продать определенное количество ценных бумаг, и продавец (надписатель);

- лицо, принимающее на себя обязательство, соответственно, продать или купить эти ценные бумаги.

Все опционы делятся на два типа. Опцион на покупку "коллопцион" call и опцион на продажу - путопцион (pyt). Опцион на покупку дает право на покупку базисного актива в будущем, на определенных производной ценной бумагой условиях. Опцион на продажу дает право держателю опциона на продажу базисного актива в будущем в соответствии с условиями производной ценной бумаги.

Опционы подразделяются на европейские и американские.

Европейский опцион - контракт, исполнение которого допускается только на согласованную будущую дату.

Американский опцион - контракт, исполнение которого допускается в любой момент до и на согласованную будущую дату.

Цена исполнения опциона - цена базисного актива, согласованного в опционном договоре.

Премия - цена опциона, выплачиваемая покупателем продавцу против выписки опционного сертификата.

Внутренняя стоимость - доход держателя опциона, который он получил бы в случае немедленной реализации контракта. Она равна разнице между текущей ценой базисного актива и исполнительной - оговоренной в контракте.

Внешняя (временная) стоимость - разница между премией и внутренней стоимостью опциона, размер которой зависит от срочности контракта, устойчивости курса и динамики процентных ставок.

4. Наименование, адрес и банковские реквизиты эмитента опциона.

5. Обязательство эмитента продать (для опциона на покупку) или купить (для опциона на продажу) базисный актив.

6. Срок действия или дата исполнения опциона.

7. Спецификация базисного актива.

8. Подпись и печать эмитента.

Операции с опционами могут совершаться как на биржевом, так и внебиржевом рынках ценных бумаг.

Одной из разновидностей опциона является варрант (warrant).

Варрант - это документ, который удостоверяет право его держателя на покупку в течение определенного периода времени либо в определенный день ценных бумаг, впервые выпускаемых эмитентом варрантов. Таким образом, выпуск варрантов привязывается к выпуску ценных бумаг, составляющих базисный актив. Один выпуск ценных бумаг, являющихся базисным активом варранта, дает право только на один выпуск варранта.

Варранты не могут выпускаться по уже выпущенным в обращение ценным бумагам, находящимся в собственности третьих лиц или выкупленных самим эмитентом. Запрещается эмиссия варрантов с ценой базисного актива ниже номинала ценных бумаг (за исключением облигаций).

Эмитенты варрантов должны обеспечить первым держателям варрантов равные ценовые условия для их приобретения. Цена размещения ценных бумаг для держателей варрантов может отличаться от цены размещения этих же ценных бумаг инвесторам, не являющимся держателями варрантов. Операции с варрантами могут совершаться как на фондовой бирже, так и на внебиржевом рынке ценных бумаг.

Обязательные реквизиты варранта

1. Наименование ценной бумаги.

2. Дата и номер государственной регистрации.

3. Дата выписки варранта.

4. Наименование, адрес и банковские реквизиты эмитента варранта.

5. Обязательство эмитента продать базисный актив.

6. Срок действия или дата исполнения варранта.

7. Спецификация базисного актива.

8. Наименование покупателя варранта (для именного варранта).
9. Подпись и печать эмитента варранта.

Фьючерсы (futures) представляют собой контракты о поставке оговоренного количества ценностей в течение определенного периода времени по цене, установленной на момент заключения сделки. Фьючерсные контракты могут выставляться как на ценные бумаги, так и на товары, продаваемые на биржах.

Главные черты фьючерсов - ценовая определенность и обязательность исполнения. Фьючерсы не предусматривают немедленной передачи права собственности на приобретаемые по контракту ценности из одних рук в другие. Посредством фьючерсов приобретается гарантированное законом обязательство, которое может быть оформлено как сделка. Характерной специфической чертой фьючерса является и то, что они могут продаваться независимо от того, существуют ли данные ценности (у продавцов) в настоящий момент или нет.

Сходство фьючерсов с опционами состоит в том, что и те, и другие дают возможность приобретать фондовые ценности в будущем. Что касается различий, то они состоят в следующем:

1. Фьючерсы не являются актами купли-продажи, что фьючерс - твердое обязательство поставки фондовых ценностей.

2. Фьючерс содержит требование обязательного расчета по истечении установленного срока.

3. Риск по фьючерсу гораздо выше, чем по опциону, поскольку покупатель фьючерса в отличие от покупателя опциона может потерять сумму, намного большую, чем потерянная премия по опциону.

Условия фьючерсного контракта стандартны. Цена фьючерсного контракта определяется как результат соотношения спроса и предложения на биржевых аукционах. Расчеты по фьючерсным сделкам производятся, как правило, через клиринговые палаты бирж, где открыты счета торговцев (продавцов и покупателей) фьючерсами.

Торговля этим видом производных ценных бумаг имеет свои особенности. Фьючерсные сделки с акциями осуществляются на фондовых биржах, фьючерсные операции с облигациями - на товарных биржах.

Наиболее распространенной срочной сделкой с акциями является их продажа на определенный срок при игре на понижение. Как

правило, в этом случае ценные бумаги продаются без покрытия, то есть заключается контракт на продажу ценных бумаг, которых нет в собственности продавца. Для осуществления поставки ценных бумаг по такому контракту инвестор заимствует ценные бумаги, подлежащие поставке, у своего брокера, внеся ему, например, только 60 % средств от стоимости пакета акций, который он намерен поставить по этой операции. Далее брокер передает инвестору имеющиеся у него такие же акции либо передает ему такие же акции, купленные на стороне. При этом размер предоставляемого брокером кредита не может превышать величину, установленную органом, контролирующим рынок ценных бумаг в данной стране. После поставки данных ценных бумаг контрагенту инвестор остается должен брокеру такую же партию акций. Это означает, что для выполнения своих обязательств по сделке инвестор должен будет приобрести данный пакет акций на определенную дату в будущем.

В данном случае инвестор, как уже отмечалось, рассчитывает на снижение курса, что позволит ему приобрести эти ценные бумаги по более низкой цене и поставить брокеру по цене первоначальной передачи. В случае же, если курс акций поднимется, инвестор понесет убытки в размере разницы между той суммой, которую он обязан уплатить при покупке этих акций, и той суммой, которую он получил при их первоначальной продаже без прикрытия.

По законодательству Узбекистана фьючерс - это ценная бумага (контракт), удостоверяющая безусловное обязательство на покупку или продажу определенных ценных бумаг и иных финансовых инструментов по установленной в контракте цене на определенную в будущем дату. Выпуск фьючерсов, базисным активом которых являются впервые выпускаемые в обращение ценные бумаги, не допускается. Фьючерсы подтверждают обязательства на покупку или продажу ценных бумаг, выпущенных самим эмитентом фьючерса, или третьими лицами. Фьючерсы в отличие от опционов или варрантов, предполагающих возможность отказа от реализации своего права, обязательны для исполнения.

Обязательные реквизиты фьючерса

1. Наименование ценной бумаги.
2. Дата и номер государственной регистрации.
3. Дата выписки фьючерса.
4. Вид фьючерса (на покупку или на продажу).

5. Наименование, адрес и банковские реквизиты эмитента фьючерса.

6. Обязательство эмитента продать (купить) базисный актив.

7. Дата исполнения фьючерса.

8. Спецификация базисного актива.

9. Подпись и печать эмитента фьючерса.

Операции с фьючерсами в Узбекистане могут совершаться только на фондовых биржах.

Из истории опционов и фьючерсов

Отдельные опционные контракты заключались еще в 1992 году в фондовом отделе биржи "Тошкент". Министерством юстиции Республики Узбекистан 24 октября 1994 года за 110 было утверждено Положение "Об опционе Госкомимущества на продажу доли государственной собственности, а также долей, предназначенных для свободной продажи и реализации смежникам", в соответствии с которым осуществлялась реализация долей (будущих акций) уставных фондов приватизируемых предприятий. В соответствии с положением по опционам долей проводились внебиржевые аукционы опционных контрактов, стартовые цены премий, по которым составляли примерно 40% номинальной стоимости выставляемого пакета долей уставного фонда предприятия. Выигравший аукцион получал право приобрести долю уставного фонда предприятия, но уже в виде ценных бумаг, после их выпуска в обращение эмитентом по оговоренной в контракте твердой цене (как правило, номинальной) или отказаться от сделки.

В 1995 году Ташоблуправлением Госкомимущества Республики Узбекистан и Республиканской фондовой биржей "Тошкент" было утверждено Положение о фьючерсном контракте Ташоблгоскомимущества на продажу государственной собственности, а также долей, предназначенных для свободной продажи. Система фьючерсной контрактной продажи государственной собственности, а также долей, предназначенных для свободной продажи и реализации смежникам, была ориентирована на ускорение процесса приватизации, активизацию фондового рынка и создание на основе конкурсной продажи условий для формирования рыночных цен на ценные бумаги.

Согласно Положению, фьючерсный контракт на долю государственной собственности приватизируемых предприятий, а так-

же долей, предназначенных для свободной продажи и реализации смежникам (фьючерсный контракт Ташоблгоскомимущества) являлся двусторонним контрактом, который обеспечивал обязательство на покупку доли государственного имущества по гарантированной (твердой) цене в течение определенного периода времени или на определенную будущую дату. Он выпускался в обращение до регистрации эмиссии акций приватизируемого предприятия, после регистрации предприятия в органах Министерства юстиции, но не ранее утверждения оценки имущества и подписания приказа Ташоблгоскомимущества о приватизации предприятия.

Ташоблгоскомимущество гарантировало покупателю фьючерсного контракта завершение эмиссии акций к истечению срока действия контракта и передачу во владение акций на сумму, установленную во фьючерсном контракте. В случае невозможности по каким-либо причинам Ташоблгоскомимуществом выполнения своих обязательств по фьючерсному контракту оно должно было выплатить владельцу контракта стоимость его приобретения и сумму штрафных санкций, предусмотренную договором.

Рынок еврооблигаций представляет собой систему устойчивых отношений по долговым обязательствам в евровалютах, оформляемых в виде долговых обязательств, где фиксируются данные о сумме долга, условиях и срок его погашения, порядок получения процентов. Он очень привлекателен и доступен для иностранных вкладчиков. Главными его преимуществами являются отсутствие жесткого контроля со стороны государства, долгосрочный характер ссуды (10—15 лет) и возможность получить средства одновременно в нескольких странах. В отличие от еврокредитов еврооблигации не дают возможности их владельцу оказывать воздействие на денежную политику заемщика, т.е. выполнение требований МВФ. Поэтому на рынок еврооблигаций допускаются заемщики с высоким рейтингом кредитоспособности. Рентная ставка по эмиссии облигаций может быть фиксированной или плавающей. Облигации выпускают и местные органы власти в целях финансирования объектов социальной инфраструктуры, городского хозяйства и прочих муниципальных программ. Эти облигации называют муниципальными. Выгодность такого рода ценных бумаг для инвесторов — наличие налоговых льгот.

В развитых странах с федеральным устройством они составляют значительную долю фондового рынка. Для США это почти 25% общего объема государственных и муниципальных ценных бумаг, а для Германии — более половины.

Рынок еврооблигаций почти свободен от налогообложения, он более гибкий, хотя и предусматривает строгий порядок: эмитент, осуществляющий выпуск еврооблигационного займа, должен пройти проверку ведущих европейских рейтинговых агентств на кредитоспособность. Выпуск, гарантирование и размещение обязательств на этом рынке обычно осуществляются группой эмитентов нескольких стран. Тем не менее рынок еврооблигаций еще уступает рынку облигаций США, хотя превосходит рынок облигаций Японии. Положение быстро изменяется с введением единой европейской валюты, что позволяет делать ценные бумаги различных стран более сопоставимыми, связанными с колебаниями курсов обмена валют. Формируется общеевропейский рынок ценных бумаг и каждый европеец уже может приобретать акции, выпущенные в любой стране ЕС. Это ведет к развитию унификации, прежде всего, государственных облигаций и они постепенно становятся более доступными.

Корпоративные облигации. Облигации выпускаются также крупными компаниями (корпоративные) для привлечения дополнительного капитала с целью расширения или модернизации производства. Эти ценные бумаги обеспечены имуществом предприятия. Только крупные и известные фирмы могут рассчитывать на доверие со стороны населения. Прежде чем выйти на рынок облигаций, компании необходимо получить от специализированного агента заключение о своей кредитоспособности. От этой оценки зависят судьба облигаций и ставка процентов по ним. Корпоративные облигации выдаются с различными свойствами:

- индексированные облигации;
- облигации с правом участия в прибыли;
- конвертируемые в другие ценные бумаги и в первую очередь в акции;
- возвратные облигации (выкупаемые до окончания срока займа);
- облигации с плавающим процентом и др.

Основными центрами торговли иностранными облигациями является Нью-Йорк, Цюрих, Токио, Лондон, Амстердам, Франкфурт-на-Майне.

Эмиссия фондовых ценных бумаг отличается массовым характером с указанием их количества, номинальной цены каждой ценной бумаги (акции, облигации) и суммы, на которую они выпускаются. Ценные бумаги одного выпуска тождественны друг другу и представляют определенную долю в ее имуществе или облигационном фонде. Выпуск фондовых ценных бумаг подлежит обязательной регистрации в соответствующем государственном органе, где каждому выпуску ценной бумаги присваивается код.

В странах, в которых фондовые биржи действуют столетиями параллельно с момента возникновения бирж вырабатывались правовые нормы для эмитентов и вкладчиков, существуют строгие законы, контролирующие выпуск и продажу ценных бумаг. Необходимость законодательного регулирования выпуска, первичного размещения и перепродажи ценных бумаг была подтверждена произошедшими биржевыми кризисами, в частности, крупнейшим мировым биржевым кризисом 1929—1933 гг. Его следствием стало принятие во многих странах законов, регулирующих выпуск и обращение ценных бумаг. В США процедура выпуска регламентируется Законом о ценных бумагах от 1933 г. Компания-эмитент обязана предоставить все сведения о своей деятельности и предстоящем выпуске акций или облигаций: текущее состояние дел, перспективы получения доходов, сведения о сделках последних лет, описание предыдущих выпусков ценных бумаг и прочую информацию. Специальные федеральные (государственные) органы проверяют эти данные и если они полные и достоверные, разрешают выпуск новых акций или облигаций. Данные о выпуске сводятся в специальные таблицы и печатаются в проспекте.

Проспекты распространяются в течение определенного срока, установленного законодательством (в США — 40 дней). Для старых, надежных компаний существует укороченная и упрощенная форма проспекта. В период распространения проспекта законом запрещено сообщать предполагаемым вкладчикам дополнительную информацию о конкурирующем выпуске. Реестр выпуска может быть помещен только в определенных местах и содержать определенные сведения: название выпуска, цену, размер, имена и координаты агентов-распространителей (дилеров).

Эмитент заключает договор с дилером на распространение нового выпуска ценных бумаг по принципу взаимовыгодных усло-

вий. Дилер, распространяющий новый выпуск, должен выдавать проспект каждому, кто продает ценные бумаги или просто интересуется выпуском. Для больших впусков ценных бумаг имеется следующая международная компания с хорошей репутацией обычно обслуживается инвестиционным банком, который берет на себя обязанность по распространению ценных бумаг и сама нанимает дилеров. При этом инвестиционный банк берет на себя потери распространенных бумаг, равно как и право на прибыль от продаж по цене. Такие обязательства банка или другого представителя финансовой системы именуются термином «подписчик-компания». Обычно — дело сложное, а при его появлении связь «подписчик-компания» продолжается длительное время. Это продиктовано и тем, что появляется возможность выпуска и распространения новых акций и облигаций, расширения предприятия, а также тем обстоятельством, что часть бумаг эмитента может быть приобретена самим банком. Такое приобретение может быть продиктовано как остатком нереализованных бумаг, так и высокой доходностью бизнеса, долевым участником которого банк может стать.

2.4. Понятие рынка ценных бумаг

Рыночная экономика не может существовать без развитого оборота ценных бумаг. ***Рынок ценных бумаг - это система отношений физических и юридических лиц, связанных с выпуском, обращением и погашением ценных бумаг.*** Любое рыночное пространство можно разделить на два полюса. На одном из них находятся поставщики капитала - юридические и физические лица, государство, имеющие временно свободные денежные и иные средства, желающие сохранить и приумножить их. На другом - субъекты рынка, нуждающиеся в изначальном или дополнительном капитале, необходимом, чтобы начать новое производство, осуществлять работы, услуги или модернизацию, расширение, реконструкцию действующих мощностей. В качестве потребителей капитала могут также выступать предприятия, организации, население, а также государство.

В целях привлечения средств потребители капитала выпускают в обращение ценные бумаги, получая в результате их реализации средства для осуществления процесса производства (торгов-

ли, финансовой деятельности и т.п.). Отношения между потребителями (эмитентами) и поставщиками капитала (инвесторами) осуществляются на условиях возвратности, платности или передачи прав владения собственностью.

Институциональная инфраструктура рынка ценных бумаг подразделяется на общую и специальную. К организациям, представляющим *общую инфраструктуру*, относятся институты, которые на осуществлении операций с ценными бумагами выполняют общие вспомогательные функции, без которых деятельность участников рынка ценных бумаг была бы просто невозможна, либо затруднена. К ним относятся информационные агентства, издательства, газеты, журналы (пресса), теле- и радиокомпании, коммерческие банки, аудиторские организации, нотариальные, юридические и адвокатские конторы, страховые компании. Для выполнения функций, помогающих обслуживать сделки с ценными бумагами, они могут находиться без специальных лицензий, разрешающих профессиональную деятельность на рынке ценных бумаг. В то же время такие организации должны иметь лицензии на осуществление специальных видов деятельности органов государственного управления, в части Центрального банка (коммерческие банки), Министерства финансов (аудиторские и страховые компании), Министерства юстиции (юридические, адвокатские и нотариальные конторы), Госкомпечати (издательства, газеты, журналы). Деятельность этих субъектов в данном случае сводится к кредитно-расчетному обслуживанию участников рынка ценных бумаг, подтверждению достоверности соответствия учета и финансовой отчетности эмитентов общеустановленным нормам, заверению договоров купли-продажи и дарения, страхованию сделок с ценными бумагами, информированию инвесторов и лиц, занимающихся профессиональной деятельностью с фондовыми ценностями, о ситуации на рынке и т.п.

Специальную инфраструктуру представляют инвестиционные институты и организации, осуществляющие биржевую деятельность на рынке ценных бумаг (фондовые биржи, фондовые отделы товарно-сырьевых, валютных и прочих бирж).

К инвестиционным институтам относятся инвестиционные посредники (брокеры-дилеры), инвестиционные консультанты, и фонды, инвестиционные компании, управляющие компании,

держатели реестров владельцев ценных бумаг, депозитарии, расчетно-клиринговые палаты, номинальные держатели ценных бумаг. Каждая из перечисленных организаций должна выполнять строго обособленный вид деятельности на рынке ценных бумаг, допускается и совмещение отдельных видов деятельности.

Институты специальной инфраструктуры в обязательном порядке должны иметь лицензии на биржевую деятельность на рынке ценных бумаг либо осуществление операций в качестве инвестиционного института от государственного органа, отвечающего за состояние фондового рынка страны.

Сделки по купле-продаже ценных бумаг осуществляются на фондовых биржах и на внебиржевом рынке.

На биржах продаются и покупаются определенные фондовые ценности, непосредственно не выносимые на рынок, имеющие четкие качественные и количественные характеристики, подтверждаемые документами и цены, которые официально устанавливаются на основе спроса и предложения. На биржу имеют доступ не все желающие участвовать в торговле, а только профессиональные участники, являющиеся ее членами. Биржевая торговля ценными бумагами ведется на основе специально разработанных каждой биржей правил, предполагающих строгое соблюдение законодательства на рынке ценных бумаг, создание равных условий для всех участников биржевых торгов, опубликование достоверных и полных данных о ценных бумагах допущенных к биржевой торговле, раскрытие информации о заключаемых сделках и т.п. На бирже осуществляется торговля не просто ценными бумагами, а только такими, которые отвечают особым требованиям. Традиционно фондовая биржа - это рынок лучших ценных бумаг.

В странах с развитой рыночной экономикой на фондовые биржи попадают акции незначительного количества эмитентов - только тех, финансово-хозяйственное положение которых весьма устойчиво. Например, в США на знаменитой Нью-Йоркской фондовой бирже котируются акции только немногим более двух тысяч компаний. В то же время количество зарегистрировавших эмиссию ценных бумаг организаций в этой стране исчисляется сотнями тысяч. Подавляющая часть ценных бумаг покупается и продается (обращается) на так называемых внебиржевых рынках. Имен-

Потребители капитала (эмитенты)
Административно-территориальные органы власти (хокимияты)
Государство
Предприятия и организации
Эмиссия (выпуск в обращение) ценных бумаг
Система рынка ценных бумаг Узбекистана
Органы государственного управления фондовым рынком
Центральный банк Республики Узбекистан
Центр по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг при Госкомимуществе РУз.
Министерство финансов Республики Узбекистан
Институты общей инфраструктуры рынка ценных бумаг
Юридические, адвокатские конторы
Аудиторские организации
Коммерческие банки
Страховые конторы
Нотариальные конторы
Информационные агентства, издательства
Внебиржевой рынок ценных бумаг
Биржевой рынок
Фондовый отдел республиканской валютной биржи
Институты организованного внебиржевого рынка
«Элепс-Савдо»
Биржевой рынок
Республиканская фондовая биржа «Тошкент»
Инвестиционные посредники (брокеры-дилеры)
Инвестиционные консультанты
Инвестиционные фонды (ИФы, ПИФы)
Управляющие компании
Расчетно-клиринговые организации
Инвестиционные компании
Регистраторы
Депозитарии
Номинальные держатели ценных бумаг
Институты специальной инфраструктуры рынка ценных бумаг
Государство
Предприятия и организации
Население
Поставщики капитала (инвесторы)

но на этих рынках обращаются акции и другие ценные бумаги эмитентов, чье финансово-хозяйственное положение не может выдержать процедуры отбора по биржевым критериям. Ценные бумаги одного эмитента могут обращаться одновременно и на фондовой бирже, и вне ее.

Торговля ценными бумагами как на биржевом, так и на внебиржевом рынке осуществляется на основе принципов, выработанных самими участниками этого рынка и закрепленных в законодательном порядке. К таким принципам относятся:

- добровольность заключаемых сделок;
- установление цен на основе реально складывающихся спроса и предложения;
- строгое соблюдение законодательства в области рынка ценных бумаг;
- обязательное раскрытие информации о ценных бумагах, их эмитентах, ценах, биржевых и внебиржевых сделках;
- защита прав и интересов инвесторов;
- запрещение и преследование мошенничества и манипуляций.

Всякий рынок может быть хаотичным, неуправляемым и регулируемым, управляемым. Управляемость может иметь место на уровне саморегулируемой организации, осуществляющей деятельность по созданию благоприятных условий участникам торговли фондовыми ценностями (например, фондовой биржи или ассоциации профессиональных участников рынка ценных бумаг). Она может осуществляться на уровне отраслей. Однако наибольшую значимость имеет государственное регулирование рынка ценных бумаг, имеющее для данной страны всеобщий характер.

Стихийность и неорганизованность на рынке ценных бумаг, как впрочем, и на любом рынке может очень дорого обойтись и его участникам, и государству - от потери мелкими держателями ценных бумаг своих накоплений до биржевого краха с неизбежными экономическими потрясениями. Снижение вероятности этих негативных процессов до минимума, создание наилучших условий для постоянного оборота ценных бумаг, перехода их из рук в руки - это основные задачи, которые постоянно решаются в процессе организации и регулирования фондового рынка.

Роль рынка ценных бумаг

Роль рынка ценных бумаг в развивающемся государстве можно рассматривать в двух аспектах. С одной стороны - в части его влияния на эффективность функционирования экономики, а с другой - в плане воздействия его на социальную сферу.

Прежде всего, с помощью рынка ценных бумаг обеспечивается мобилизация свободных денежных и иных средств населения, предприятий и организаций, государства и направление (размещение) их в различные сферы национальной экономики. В результате этого потребители капитала получают доступ к источникам финансирования, а инвесторы получают возможность стать собственниками, сохранить и приумножить свои средства.

Кроме того, фондовый рынок выявляет сложившиеся под воздействием спроса и предложения рыночные цены на ценные бумаги. Если на рынке ценных бумаг курсы колеблются, то это вовсе не означает, что там творят свои темные дела спекулянты и игроки. Изменения курса ценных бумаг вытекают из непрерывного вовлечения все новой информации в последнюю оценку перспектив доходности предприятия. Многообразные прогнозы вполне могут изменяться и в течение короткого срока. Оценка ценных бумаг в решающей степени зависит от своевременной публикации предприятиями точной информации об их деятельности.

Фондовый рынок можно справедливо назвать барометром состояния общества в целом, поскольку он очень чутко реагирует на движение экономического цикла и изменение не только процессов в экономике, но и политической обстановки. В периоды депрессии, кризисов, в том числе и политических, индексы курсов ценных бумаг падают. В периоды оживления и подъема они возрастают.

Рынок ценных бумаг способствует ускорению концентрации и централизации капитала. Он облегчает перелив финансовых средств, необходимых для финансирования инвестиций из одних предприятий или отраслей экономики в другие. Опыт зарубежных стран свидетельствует о том, что с помощью оборота ценных бумаг можно осуществить более полное и быстрое перемещение сбережений и накоплений в инвестиции по цене, которая устраивала бы обе стороны. Ценные бумаги выпускаются,

прежде всего, с целью мобилизации и более рационального использования финансовых ресурсов предприятий и сбережений населения. Их практическая целесообразность в этом отношении очевидна. Даже небольшой опыт, накопленный в нашей стране, свидетельствует об активном привлечении средств различных предприятий, организаций и личных сбережений населения для технического перевооружения, создания новых или расширения действующих производств.

Рынок ценных бумаг содействует ломке межотраслевых и межведомственных перегородок, тем самым процесс обобществления производства выводится на качественно новый уровень. Его основой становятся не командно-волевые действия, а реальные экономические интересы субъектов производственных отношений. Международный опыт 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.

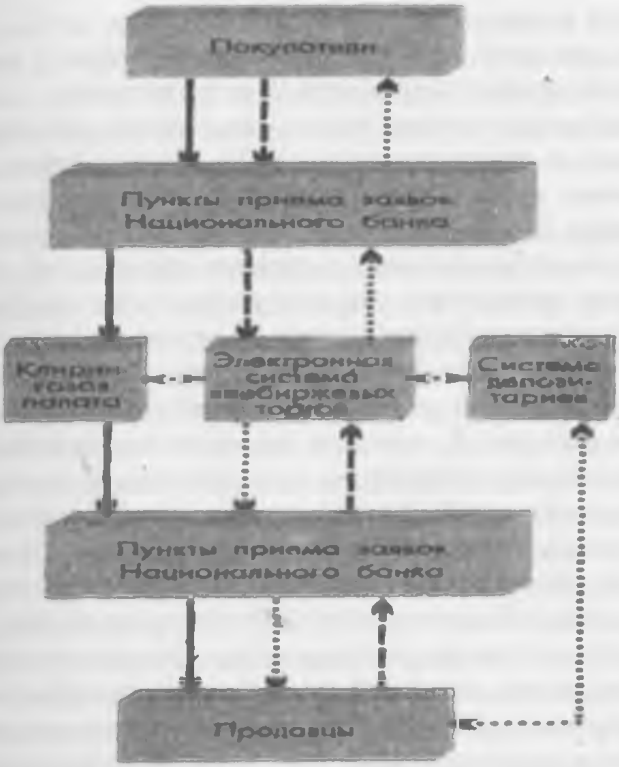
С помощью рынка ценных бумаг конкретные формы капитала (промышленного, торгового, банковского) приобретают большую мобильность, что позволяет быстро концентрировать необходимые средства (в том числе и личные сбережения) для решения тех или иных задач. Систематический оборот ценных бумаг стимулирует коренное обновление финансовой системы страны. С помощью рынка укрепляются связи между основными экономическими операторами - производственными предприятиями, производителями услуг, коммерческими банками, биржами и населением.

В условиях развития различных инструментов фондового рынка (например, государственных ценных бумаг) возникает возможность покрывать непроизводительные расходы государственного бюджета, решать проблемы сокращения избыточной массы денег в обращении. При покупке населением акций, облигаций и других ценных бумаг за наличные сокращается количество денежных знаков в обращении, что благотворно сказывается на состоянии денежного обращения.



Государственный Центральный депозитарий ценных бумаг РУз.
Компьютерные хранилища безналичных ценных бумаг (сверху)
и хранилище наличных ценных бумаг (снизу)





Взаимодействие участников электронной системы внебиржевых торгов ценными бумагами в рамках программного продукта Национального банка ВЭД РУз. «Замонавий мулкдор»

2.5. Разновидности рынков ценных бумаг

Рынок ценных бумаг - категория многосложная. С целью более углубленного познания фондового рынка важно всестороннее его рассмотрение через призму классификатора.

Первичный и вторичный рынки ценных бумаг

Важное значение для теории и практики имеет подразделение фондового рынка на первичный и вторичный.

Первичный рынок ценных бумаг - это рынок, где осуществляются эмиссия и первичное размещение ценных бумаг, то есть продажа ценных бумаг эмитентом или его представителем первому инвестору. Повторный выпуск ценных бумаг эмитентом (с целью, например, увеличения уставного фонда) или вторичная эмиссия также относится к сфере первичного рынка. Важнейшей характеристикой первичного рынка является раскрытие информации эмитентами, начиная с публикации проспекта эмиссии или сведений о выпуске ценных бумаг в обращение, где указываются полные данные об эмитенте и заканчивая отчетом о размещении ценных бумаг, представляемым специальным государственным органам, осуществляющим контрольные функции в области фондового рынка. При этом первичная реализация ценных бумаг может быть осуществлена в форме публичного предложения приобретения ценных бумаг (для любого потенциального инвестора) с раскрытием в средствах массовой информации сведений об эмитенте и в форме закрытой подписки - размещения ценных бумаг среди ограниченного круга лиц с информированием только соответствующего органа государственного управления.

Вторичный рынок ценных бумаг - это рынок, где происходит купля- продажа (обращение) ранее выпущенных и уже, хотя бы однажды, купленных ценных бумаг. Именно по степени развития вторичного рынка ценных бумаг можно судить об уровне развития рынка ценных бумаг в данной стране в целом. Одним из основных показателей вторичного рынка является его ликвидность, то есть способность обеспечить высокую оборачиваемость значительной части ценных бумаг в определенный промежуток времени при небольших колебаниях рыночных цен.

Соотношение между первичным и вторичным рынками зависит от развитости экономических отношений, сформированности фондового рынка, его «возраста», а также структуры находящихся в обращении различных видов ценных бумаг. Например, в развитых капиталистических странах, где экономика относительно сильна, а история рынка ценных бумаг исчисляется несколькими столетиями, практически по всем видам ценных бумаг вто-

ричная является преобладающей. Оборот ценных бумаг первичного рынка составляет в этих странах 5-10 % от общего оборота по ценным бумагам. На фондовых биржах большинства развитых стран, как правило, исключено первичное размещение ценных бумаг, поэтому и котируются ценные бумаги, имеющие солидный срок обращения.

Для стран, где процессы создания рыночных отношений сопровождаются массовой приватизацией, и которые только начинают создавать свои фондовые рынки, первичные рынки ценных бумаг на начальных этапах реформ являются основополагающими. В Узбекистане в середине 90-х годов также наблюдалось преобладание первичного рынка над вторичным, но уже к концу столетия это соотношение по совокупности (за исключением рынков корпоративных акций и депозитных сертификатов банков) стало меняться в сторону вторичного рынка. В 1995 г. в республике мощное развитие получил вторичный рынок банковских и коммерческих векселей, а с 1996 г. - вторичный рынок государственных краткосрочных облигаций (ГКО). С 1997 года обозначилась тенденция значительного роста удельного веса вторичного рынка акций.

Организованный и неорганизованный рынки ценных бумаг

Организованный рынок ценных бумаг - сфера обращения ценных бумаг, в которой операции с ценными бумагами урегулированы процедурой и условиями, установленными организатором торговли ценными бумагами для участников этих сделок.

Неорганизованный рынок ценных бумаг - сфера обращения ценных бумаг, в которой операции с ценными бумагами осуществляются без соблюдения требований организаторов, торговли к предмету сделки и ее участникам.

Неорганизованный рынок ценных бумаг - это такой рынок, где правила заключения сделок, требования к ценным бумагам и участникам не установлены, торговля осуществляется произвольно при частном контакте продавца и покупателя.

На этих рынках системы распространения информации о совершенных сделках отсутствуют. Кроме того, сделки совершаются без использования каких-либо механизмов защиты и страхования участников (например, предварительное блокирование ценных бумаг на специальных счетах продавцами, предварительное перечисление части денежных средств покупателями ценных бумаг и

т.п.), какие обычно имеют место при организованной торговле. В то же время сделки оформляются специальными регистраторами в общеустановленном законом порядке. Хотя этот рынок и называют "уличным" или стихийным он не является абсолютно хаотичным и беспорядочным, поскольку в случае обнаружения мошенничества со стороны какого-либо контрагента сделки регулирующий государственный орган будет осуществлять расследование. На таком рынке могут продаваться и качественные ценные бумаги, и доходные ценные бумаги, по которым можно либо получить большие дивиденды, либо потерять все вложенные средства, и так называемые мусорные акции, чьи эмитенты находятся в сложном финансовом положении или на грани банкротства. В Узбекистане примером таких рынков может служить первичная продажа акций ПИФов, осуществляемая непосредственно самими ПИФами либо через отделения Народного банка.

Биржевой и внебиржевой рынки ценных бумаг

Биржевой рынок ценных бумаг - это сфера организованной торговли ценными бумагами в рамках фондовой биржи. Последняя представляет собой особый институт, обеспечивающий условия для торговли ценными бумагами, которая ведется по специальным правилам исключительно профессиональными участниками рынка ценных бумаг. К биржевым торгам допускаются ценные бумаги только тех эмитентов, которые определенный промежуток времени имеют стабильное финансово-хозяйственное положение, значительный уставный капитал и величину активов, а также отвечают некоторым другим критериям установленным самой биржей. В Узбекистане биржевой рынок ценных бумаг представлен двумя институтами - Республиканской фондовой биржей "Тошкент" с ее 13-ю подразделениями в областях и Республике Каракалпакстан, где сосредоточена торговля корпоративными ценными бумагами (преимущественно акциями), и фондовым отделом Республиканской валютной биржи, который специализируется на торговле государственными краткосрочными облигациями.

Внебиржевой рынок ценных бумаг - это сфера торговли ценными бумагами вне фондовой биржи. Внебиржевой рынок включает в себя *неорганизованный* рынок и часть организованного. ***Организованный внебиржевой рынок ценных бумаг - это торговля ценными бумагами по правилам, установленным организатором вне-***

биржевой торговли, обычно с использованием специальных компьютерных систем и допуском к торгам ценных бумаг как крупных, так и средних, и небольших компаний.

В качестве примеров организованных внебиржевых рынков можно привести Систему Национальной ассоциации инвестиционных (США) NASDAQ (Система автоматической котировки Национальной ассоциации инвестиционных дилеров), Систему автоматической котировки и дилинга при Сингапурской фондовой бирже, германскую систему "XETRA". В Узбекистане внебиржевой организованный рынок ценных бумаг представлен Электронной системой внебиржевых торгов введенной в действие с 1 июня 1998 года, которая функционирует по принципу накопления и исполнения поступивших заявок на приобретение и продажу ценных бумаг. На торгах устанавливается единая цена на акции того или иного эмитента, обеспечивающая максимальный объем сделок с ценными бумагами, следовательно, цены покупки и продажи на акции будут равны для всех покупателей в течение одной торговой сделки. Электронная система внебиржевых торгов позволяет любому гражданину Узбекистана минуя брокера, самостоятельно работать на фондовом рынке. Компьютерные торговые комплексы подобных систем функционируют в автоматических режимах поиска позиции в соответствии с заданными параметрами (количество, цена, условия поставки и др.). Организованные внебиржевые рынки также имеют свои критерии допуска ценных бумаг, отбора участников, особые правила торговли. Появившись в начале 70-х годов, организованные внебиржевые рынки получили мощное развитие и сегодня составляют серьезную конкуренцию фондовым биржам. В ряде стран оборот таких рынков уже значительно превышает обороты фондовых бирж.

В 80-е годы практически во всех странах с рыночной экономикой начали появляться так называемые ***прибиржевые рынки ценных бумаг, представляющие собой нечто среднее между фондовыми биржами - как рынками лучших ценных бумаг - и внебиржевыми организованными рынками, где сосредоточен оборот менее качественных ценных бумаг.*** Эти рынки возникли в результате конкуренции между биржевыми и организованными внебиржевыми рынками, как реакция фондовых бирж на всевозрастающее влияние упорядоченных внебиржевых систем фондовой торговли. Они

функционируют в виде "вторых", "третьих" рынков (Англия, Франция, Италия, Германия), "второй секции фондовых бирж" (Япония), "параллельного рынка" (Швеция, Голландия) и т.п. В Узбекистане, например, прибиржевой рынок ценных бумаг представлен наличием в соответствии с Правилами осуществления операций с ценными бумагами на Республиканской фондовой бирже "Тошкент" секции ценных бумаг предлистинговых, внелистинговых компаний, а также секции акций приватизируемых предприятий. Ввиду того, что процедура листинга на РФБ "Тошкент" предусматривает весьма жесткие критерии отбора компаний, и к числу листинговых относятся всего несколько акционерных обществ, большую часть сделок, осуществляемых в торговом зале РФБ "Тошкент", можно отнести к прибиржевому рынку.

Региональные, национальные и международные рынки ценных бумаг

В странах, занимающих относительно большие территории, как правило, складываются *региональные* или *локальные* рынки ценных бумаг. В Узбекистане, например, локальные (местные) рынки ценных бумаг сформировались по принципу отнесения торговли ценными бумагами к административно-территориальным образованиям, которые представлены Республикой Каракалпакстан, г.Ташкентом и 12-ю областями. В каждом из этих регионов имеются регулятивные органы (отделы Центра по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг, Центрального банка, Министерства финансов), подразделения фондовых бирж, институты общей и специальной инфраструктуры рынка ценных бумаг.

2.6. Участники рынка ценных бумаг

Участниками рынка ценных бумаг являются эмитенты, инвесторы, инвестиционные институты, а также их объединения (ассоциации), фондовые биржи (фондовые отделы бирж), уполномоченные государством органы по контролю за функционированием рынка ценных бумаг.

Эмитенты ценных бумаг - это юридические лица, государственные органы или органы местной администрации, выпускающие ценные бумаги и несущие от своего имени обязательства

по ним перед владельцами ценных бумаг. В качестве эмитентов в Узбекистане могут выступать предприятия всех форм собственности, а также государственные местные органы власти. Выпуская ценные бумаги в обращение, эмитенты обязательно должны зарегистрировать их эмиссию в уполномоченном на это государственном органе. Они имеют право распространять свои ценные бумаги самостоятельно либо через организации, которые специализируются на распространении ценных бумаг - андеррайтинговые и дистрибьюторские компании.

Эмиссия ценных бумаг осуществляется в двух формах:

а) открытого (публичного) размещения ценных бумаг среди потенциально неограниченного круга инвесторов - с объявлением в печати, проведением рекламной кампании и регистрацией проспекта эмиссии;

б) закрытого (частного) размещения среди заранее известного круга инвесторов - без публичного объявления, без проведения рекламной кампании, регистрации и публикации проспекта эмиссии.

Эмитенты в обязательном порядке должны зарегистрировать эмиссию ценных бумаг в государственном органе, осуществляющем регулирование фондового рынка. Эту регистрацию эмитенты обязаны осуществить сразу же после регистрации в соответствующих органах (Министерство юстиции, хокимияты) и приобретения ими статуса юридического лица.

Эмитенты или их доверенные лица, осуществляющие первичное размещение ценных бумаг, обязаны обеспечить каждому покупателю возможность ознакомления с условиями продажи и проспектом эмиссии до момента покупки этих ценных бумаг. Проспект эмиссии содержит данные о самом эмитенте, предлагаемых к продаже ценных бумагах, процедуре и порядке их выпуска, другую информацию которая может повлиять на решение о покупке этих ценных бумаг или об отказе от такой покупки.

Крупным эмитентом ценных бумаг является *государство*. Оно может выпускать в обращение облигации, казначейские обязательства. Государство выступает в качестве эмитента и тогда, когда эмиссию ценных бумаг осуществляют различные органы государственной власти и управления - такие, как Центральный банк, Министерство финансов. Законодательством не запрещен выпуск

облигаций государственных предприятий. В этом случае эмитентом таких облигаций также будет считаться государство.

В то же время, государство использует эмиссию своих ценных бумаг как неинфляционный способ покрытия дефицита государственного бюджета, который позволяет за счет полученных таким образом заемных средств погасить образовавшуюся текущую задолженность в расходной части централизованного фонда государства. Однако при этом следует помнить, что такое заимствование средств у населения или предприятий лишь на время балансирует государственный бюджет, приводит к тому, что у государства образуется дополнительный долг в последующие периоды, который ему все равно придется погашать. Поэтому целесообразность выпуска государственных ценных бумаг обоюдная выгода и для государства, и для инвесторов может иметь место лишь тогда, когда имеются серьезные предпосылки увеличения эффективности общественного производства, конкретные программы развития национальной экономики, рост национального дохода и т.д.

Вторым по значимости эмитентом являются *акционерные общества*, которые могут выпускать в обращение акции, облигации и векселя. Особенностью Узбекистана, как и других стран постсоветского пространства, является то, что подавляющая часть акционерных обществ создается на базе государственных предприятий в результате их преобразования.

В качестве эмитентов ценных бумаг выступают также *совместные предприятия*. Подавляющее их большинство функционирует как вновь созданные акционерные компании либо как акционерные общества созданные в результате преобразования государственных предприятий в процессе приватизации.

Важное место среди эмитентов занимают *инвестиционные институты* (профессиональные участники рынка ценных бумаг) и, в частности, приватизационные инвестиционные фонды (ПИФы). Помимо акционерных обществ, в качестве эмитентов могут выступать предприятия и других форм собственности, в частности, государственные предприятия, общества с ограниченной ответственностью, частные предприятия, которые могут выпускать в обращение облигации предприятий и векселя.

Особое место среди эмитентов занимают кредитные учреждения - *банки*, которые могут выпускать в обращение практически

почти все предусмотренные законодательством виды ценных бумаг, а именно: акции, облигации, депозитные и сберегательные сертификаты и векселя.

Местные органы власти (*хокимияты*) могут выпускать муниципальные облигации.

Инвесторы - это физические или юридические лица (государство), приобретающие ценные бумаги от своего имени и за свой счет. Иностранные граждане и организации также могут выступать в качестве инвесторов в соответствии с законодательством РУз. Инвесторы - лица, имеющие определенные временно свободные денежные средства. Мотивы инвестиций следующие: получение доходов в виде дивидендов или процентов, получение доходов в виде разницы между ценой покупки и ценой продажи ценных бумаг, управление предприятиями, денежно-кредитное регулирование экономики.

Инвесторы могут приобретать ценные бумаги как за счет собственных средств, так и за счет заемных. В последнем случае инвестор для покупки ценных бумаг может занять денежные средства либо у своего брокера-дилера, либо в банке.

Инвесторы подразделяются на частных (индивидуальных) и институциональных. *Частный инвестор - это физическое и юридическое лицо, осуществляющее вложение собственных средств в ценные бумаги.* Самым многочисленным отрядом инвесторов на фондовом рынке традиционно является *население.* В основном это граждане республики, вложившие свои сбережения в ценные бумаги акционерных обществ, банков, государства.

Типы инвесторов

В экономической литературе встречается разделение инвесторов - физических лиц на следующие типы:

Консервативный тип. Это лица, для которых наиболее важным является надежность вложений, сведение к минимуму риска, связанного с инвестициями. Они согласны получать относительно небольшие доходы на вложенный капитал, лишь бы была гарантия отдачи. Этот тип инвесторов предпочитает облигации либо привилегированные акции самого высокого качества. Как правило, они имеют дело либо с государством, либо с крупными компаниями с солидной репутацией.

Умеренно-агрессивный тип. Эти лица более склонны к риску, однако предпочитают его ограничивать. Их цель - защита инвес-

тиций, обеспечение безопасности вложений в сочетании с высокой доходностью ценных бумаг. При формировании портфеля ценных бумаг они допускают приобретение ценных бумаг низкого качества, дающих перспективу в будущем.

Агрессивный тип. Этот тип инвесторов спокойно относится к риску, и идет на покупку ценных бумаг среднего и низкого качества, не пренебрегая высоко рискованными акциями. В их стратегии, как правило, сочетание высокой доходности вложений с перспективным ростом курса акций динамично развивающихся отраслей.

Опытные инвесторы. Они имеют большую практику инвестирования, способны прогнозировать конъюнктуру рынка ценных бумаг. Осуществленные ими инвестиции обеспечивают им высокие доходы, устойчивый рост вложенного капитала.

Тип игроков (изощренных инвесторов) - лица, которые ради получения максимальной выгоды готовы пожертвовать своим капиталом. Портфель ценных бумаг таких инвесторов состоит, как правило, из бумаг низкого качества с колеблющимся курсом. Такие инвесторы обычно сочетают спекуляцию ценными бумагами с игрой на изменении валютного курса.

В США более 50 млн. человек имеют акции, причем число их постоянно увеличивается. В Узбекистане на начало 2000 года количество индивидуальных инвесторов составило около миллиона человек.

Институциональный инвестор - это юридическое лицо, инвестирующее привлеченные им денежные средства в ценные бумаги. Институциональные инвесторы - это организации, которые в силу специфики своей деятельности аккумулируют значительные временно свободные средства индивидуальных инвесторов. К их числу относятся коммерческие банки, страховые компании, пенсионные фонды, инвестиционные и приватизационные фонды, инвестиционные компании и некоторые другие.

Предприятия и организации занимают наибольший удельный вес в составе инвесторов по объему инвестиций. Среди них как наиболее значительные можно выделить предприятия производственной финансово-кредитной сферы (банки), инвестиционные институты.

Промышленные, сельскохозяйственные и другие предприятия производственного направления являются держателями ценных

бумаг своих смежников (поставщиков сырья, материалов, комплектующих и покупателей продукции), банков, государства (ГКО).

Особой категорией инвесторов являются *банки*. Инвестиции банков носят избирательный характер, поскольку, во-первых, в их распоряжении имеется информация о финансовом состоянии значительного количества эмитентов - хозяйствующих субъектов, во-вторых, в банках сосредоточены наиболее квалифицированные кадры и, в-третьих, среди всех инвесторов банки являются организациями, у которых чаще всего накапливаются временно свободные значительные денежные средства.

В качестве инвесторов может выступать ряд *инвестиционных институтов*. Это инвестиционные посредники, инвестиционные компании, инвестиционные фонды и приватизационные инвестиционные фонды, управляющие компании. Некоторые из них приобретают ценные бумаги с целью получения в последующем инвестиционных доходов (ИФы, ПИФы, инвестиционные компании) в виде дивидендов или процентов. Другая часть (управляющие компании, инвестиционные посредники), как правило, инвестируют свои средства с целью получения спекулятивных доходов. Деятельность инвестиционных институтов как инвесторов особо контролируется органами, осуществляющими надзорные функции на рынке ценных бумаг.

Крупным инвестором на фондовом рынке Узбекистана является *государство*. Оно является владельцем значительного пакета акций (порядка 25 и более процентов) практически во всех созданных в результате приватизации акционерных компаниях, принимает участие в управлении предприятиями и получает дивиденды. С целью денежно-кредитного регулирования экономики государство, например, через Центральный банк может осуществлять так называемые операции на открытом рынке, в частности, покупку ценных бумаг у коммерческих банков, расширяя тем самым сферу кредитования коммерческими банками отраслей народного хозяйства. В некоторых случаях государство может покупать свои же ценные бумаги (например, вторичного рынка ГКО).

Холдинги - акционерные общества открытого типа, в состав активов которых входят контрольные пакеты акций других предприятий. Контрольный пакет акций представляет собой любую форму участия в капитале предприятия, которая обеспечивает безуслов-

ное право принятия или отклонения определенных решений на общем собрании его участников и в его органах управления.

Иностранные инвесторы. К ним относятся иностранные граждане, юридические лица, иностранные государства. Деятельность иностранных юридических и физических лиц на рынке ценных бумаг Узбекистана в качестве инвесторов регулируется специальными законодательными актами. Они могут приобретать ценные бумаги как на биржевом, так и внебиржевом рынке. Вопросы приобретения более или менее крупных пакетов акций предприятий стратегических отраслей иностранными инвесторами в обязательном порядке согласовываются с правительством Узбекистана.

Деятельность инвесторов на рынке ценных бумаг подлежит регулированию, как и деятельность эмитентов. Так, например, по действующему законодательству приобретение 35 и более процентов акций акционерной компании должно обязательно согласовываться с соответствующими антимонопольными органами. Имеются ограничения в приобретении акций отдельными видами инвестиционных институтов (инвестиционными фондами, приватизационными фондами) и отдельными категориями физических лиц. Государство регулирует допуск инвесторов на различные сектора фондового рынка с учетом сложившейся в данный период времени конъюнктуры и экономической ситуации. Например, в Узбекистане к торговле государственными краткосрочными облигациями иностранные инвесторы не допускаются. Одновременно всячески стимулируется приток иностранного капитала через покупку ими акций отечественных акционерных обществ нестратегических отраслей.

Инвестиционные институты - это хозяйствующие субъекты, у которых операции с ценными бумагами являются основным видом деятельности. *Инвестиционные институты - это профессиональные участники рынка ценных бумаг.* К ним относятся инвестиционные посредники, консультанты, фонды, компании, управляющие компании, депозитарии, расчетно-клиринговые организации, держатели реестров, владельцы ценных бумаг, номинальные держатели акций. Закон допускает к операциям с ценными бумагами физических лиц и функционирование их в качестве инвестиционных посредников и инвестиционных консультантов хотя на практике подавляющее большинство этих институтов все же

представлено организациями. Инвестиционные институты должны иметь лицензию на соответствующий вид деятельности на рынке ценных бумаг от органа государственного управления фондовым рынком. В этом же органе в обязательном порядке должны пройти аттестацию руководители, начальники отделов и ведущие специалисты инвестиционных институтов, непосредственно участвующие в заключении сделок с ценными бумагами. Инвестиционные институты, будучи в определенной степени гарантами исполнения сделок для своих клиентов - эмитентов и инвесторов, должны обладать достаточностью собственного капитала, в связи с чем органом государственного регулирования фондового рынка для них установлены специальные экономические нормативы и, в частности, минимальный размер уставного фонда, коэффициент соотношения собственного капитала и средств клиентов, максимальный размер риска на одного клиента. Деятельность инвестиционных институтов должна быть достаточно прозрачной, поэтому в соотвстствии с действующим законодательством они обязаны также раскрывать информацию о некоторых своих операциях.

Для оформления допуска к операциям с ценными бумагами физическое лицо должно иметь соответствующее образование (сертификаты об окончании базового курса "Акционирование. Операции с ценными бумагами"), аттестат органа по управлению рынком ценных бумаг соответствующей категории, патент на индивидуальную трудовую деятельность, выданный местным органом власти и расчетный счет в банке.

В целях защиты интересов эмитентов, инвесторов, самих инвестиционных институтов последние могут создавать объединения (ассоциации) инвестиционных институтов, работающие на принципах некоммерческих организаций.

В число аффилированных лиц входят все инвестиционные фонды, заключившие с данной управляющей компанией контракт об управлении. Участники инвестиционного фонда не могут быть учредителями и членами управляющей компании, а учредители управляющей компании, должностные лица, специалисты и их аффилированные лица не могут быть акционерами инвестиционного фонда. В состав наблюдательных советов инвестиционного фонда и управляющей компании не могут включаться должностные лица органов государственной власти и уп-

Закрытым акционерным обществом считается общество, в котором акции распределяются только среди его учредителей или иного заранее определенного круга лиц. Такое общество не вправе проводить открытую подписку на выпускаемые им акции и предлагать их неограниченному кругу инвесторов. Число акционеров такого общества не может быть более пятидесяти. Если количество акционеров закрытого акционерного общества превышает установленное число, то в течение шести месяцев оно должно быть преобразовано в открытое акционерное общество. Акционеры закрытого акционерного общества имеют право первенства в приобретении акций, продаваемых другими акционерами этого общества, по ценам предложения перед сторонними инвесторами. Закрытое акционерное общество может само приобрести продаваемые акционерами акции, но только в том случае, если это предусмотрено уставом. Однако срок реализации преимущественного права не может быть меньше 30 и больше 60 дней с момента предложения акций на продажу. Количество учредителей закрытого акционерного общества не может быть менее трех лиц.

Уставный фонд

Уставный фонд акционерного общества должен быть разделен на определенное число акций одинаковой номинальной стоимости. Уставный фонд определяет минимальный размер имущества, гарантирующего интересы его кредиторов. Минимальный размер уставного фонда открытого акционерного общества должен составлять не менее пятисоткратной суммы минимальной заработной платы, а закрытого акционерного общества - не менее двухсоткратной. В случае изменения суммы минимальной заработной платы в установленном законодательством порядке уставный фонд акционерного общества должен быть приведен в течение одного года в соответствие с установленным законодательством размером. В процессе деятельности акционерной компании ее уставный фонд может увеличиваться или уменьшаться. Решение об увеличении или уменьшении уставного фонда акционерного общества принимается общим собранием акционеров или, если это оговорено в уставе наблюдательным советом.

Уставный фонд акционерного общества увеличивается за счет роста номинальной стоимости акций или выпуска и размещения дополнительных акций. Дополнительные акции могут быть раз-

мещены обществом только в пределах количества объявленных акций, установленного уставом общества. Уставный фонд акционерного общества может быть уменьшен за счет снижения номинальной стоимости акций или сокращения их общего количества, в том числе и за счет приобретения части акций обществом с последующим их погашением. Однако общество не вправе уменьшать уставный фонд, если это приведет к несоответствию его величины минимальным размерам, установленным законодательством. Принимая решение об уменьшении уставного фонда акционерное общество в 30-дневный срок должно поставить в известность об этом уменьшении своих кредиторов, которые, в свою очередь, в течение 30 дней с даты направления им уведомления могут потребовать от общества досрочного исполнения его обязательств и возмещения связанных с этим убытков.

В акционерном обществе может быть создан *резервный фонд* в размере не менее 15 процентов от величины уставного фонда. Резервный фонд формируется за счет обязательных ежегодных отчислений от чистой прибыли общества до достижения размера, установленного уставом. Размер ежегодных отчислений не может быть менее 5 процентов от чистой прибыли общества.

Резервный фонд предназначен для покрытия убытков акционерного общества, погашения облигаций, выплаты процентов по привилегированным акциям и выкупа акций по требованию акционеров, имеющих на это право, а также для других целей, предусмотренных уставом.

Если по окончании второго и каждого последующего финансового года в соответствии с годовым бухгалтерским балансом, предложенным для утверждения акционерам общества, или результатами аудиторской проверки стоимость чистых активов общества окажется меньше его уставного фонда, общество обязано объявить о его уменьшении до величины, не превышающей стоимости его чистых активов, а если стоимость чистых активов окажется меньше величины минимального уставного фонда, установленного для соответствующего вида общества, оно обязано принять решение о своей ликвидации.

Акции

Акции, выпускаемые акционерным обществом различаются по видам и типам (категориям). Виды акций: именные и на предъявителя. Типы (категории) акций: простые (обыкновенные) и при-

В случае ликвидации акционерного общества назначается специальная ликвидационная комиссия, которая производит комплекс организационных мероприятий по ликвидации предприятия - таких, как помещение объявления о ликвидации в печати, принятие мер к выявлению кредиторов и получению дебиторской задолженности, составление ликвидационного баланса и пр. Оставшееся после завершения расчетов с кредиторами имущество ликвидируемого общества распределяется ликвидационной комиссией между партнерами в следующей очередности:

в первую очередь осуществляют выплаты по акциям, которые должны были быть выкуплены акционерным обществом по желанию акционеров;

во вторую – осуществляют выплаты начисленных, но не выплаченных дивидендов и определенной уставом общества ликвидационной стоимости по привилегированным акциям;

в третью – осуществляется распределение имущества ликвидируемого акционерного общества между акционерами владельцами простых акций и всех типов привилегированных акций. Распределение имущества каждой очереди осуществляется после полного распределения имущества предыдущей очереди.

Если имеющегося у общества имущества недостаточно для выплаты начисленных, но не выплаченных дивидендов и определенной уставом общества ликвидационной стоимости всем акционерам - владельцам привилегированных акций одного типа, то имущество распределяется между акционерами - владельцами этого типа привилегированных акций пропорционально количеству принадлежащих им акций этого типа.

Акционерное общество может выкупать у акционеров свои акции с целью последующей перепродажи (или аннулирования). Однако в этом случае в течение года оно должно реализовать их. В этот период распределение дивидендов, а также голосование и определение кворума на общем собрании акционеров проводятся без учета приобретенных собственных акций. Свои акции акционерное общество может приобрести самостоятельно либо через инвестиционного посредника.

Акционерное общество может быть образовано как вновь создаваемое либо путем реорганизации существующего юридического лица при слиянии, присоединении, разделении, выделении, преобразовании.

Ключевые слова

Обращение ценных бумаг. Эмиссия ценных бумаг. Выпуск акций. Распространение ценных бумаг. Эмитенты. Инвесторы. Сделка. Характеристика сделки. Кассовые сделки. Установление цен. Твердые (простые). Фьючерсные, условные (опционы). Пролонгационные сделки. Производные ценные бумаги (ПЦБ). Выпуск ПЦБ. Варрант. Фьючерс Рыночная экономика. Рынок ценных бумаг. Субъекты. Информационные агентства. Фондовые биржи. Валютные биржи. Брокеры-дилеры. Инвестиционные консультанты. Принципы торговли.

Вопросы для самоконтроля

1. Как происходит обращение ценных бумаг?
2. Что такое эмиссия ценных бумаг?
3. Как происходит выпуск ценных бумаг?
4. Охарактеризуйте сделку, с экономической точки зрения, приведите примеры
5. Как может происходить покупка ценных бумаг, какие «правила» покупок Вы знаете?
6. Каковы основные параметры сделок? Охарактеризуйте каждый из этих параметров.
7. Что Вы понимаете под производственными ценными бумагами?
8. Как происходит покупка или продажа ПЦБ?
9. Что такое варрант?
10. Что такое рынок ценных бумаг?
11. Для чего необходим рынок ценных бумаг?
12. Каким образом рынок ценных бумаг может регулировать экономику страны?
13. Какие организации занимаются распространением, покупкой, продажей ценных бумаг?
14. Какие цели преследуются при выпуске и продаже ценных бумаг?
15. Фьючерсы. Назовите основные реквизиты фьючерса

ГЛАВА 3. РАЗНОВИДНОСТИ ЦЕННЫХ БУМАГ

3.1. Дивиденды. Порядок их определения, начисления и выплаты

Дивиденд - это часть прибыли, остающаяся в распоряжении акционерного общества после уплаты налогов и обязательных платежей, осуществления реинвестиций и подлежащая распределению среди акционеров. Акционерное общество обязано выплатить объявленные по каждому виду акций дивиденды денежными средствами либо имуществом. Дивиденды распределяются между акционерами пропорционально числу и виду принадлежащих им акций. Акционерное общество может выплачивать промежуточные дивиденды (ежеквартально, раз в полгода) или годовые. Промежуточные дивиденды выплачиваются только в том случае, если их выплата не влечет за собой существенного ухудшения финансово - хозяйственного состояния компании. Решение о выплате промежуточных дивидендов принимается наблюдательным советом. Решение о выплате годовых дивидендов принимается общим собранием по рекомендации наблюдательного совета акционерного общества. При этом размер годовых дивидендов не должен быть больше рекомендованного наблюдательным советом размера и меньше выплаченных промежуточных дивидендов. Акционерная компания может принять решение о невыплате дивидендов или выплате дивидендов по привилегированным акциям в неполном размере, если даже их размер зафиксирован в уставе.

Источник выплаты дивидендов - чистая прибыль компании за текущий год. Дивиденды по привилегированным акциям могут выплачиваться за счет специально формируемого для этого резервного фонда. Дата выплаты годовых дивидендов определяется уставом акционерного общества или общим собранием акционеров компании, однако она не может быть установлена позднее 31 декабря года, следующего за годом, по результатам которого начислены дивиденды. Дата выплаты промежуточных дивидендов оп-

ределяется решением наблюдательного совета, однако она не может быть установлена ранее 30 дней со дня принятия такого решения.

Дивиденды выплачиваются в соответствии со специальным списком акционеров, который составляется наблюдательным советом. Если выплачиваются промежуточные дивиденды, то в список лиц, имеющих право на их получение, входят акционеры, включенные в реестр владельцев ценных бумаг не позднее, чем за 30 дней до даты принятия наблюдательным советом решения о такой выплате. В случае выплаты годовых дивидендов в список акционеров, которым они должны быть выплачены, включаются держатели акций, внесенные в реестр акционеров общества на день составления списков имеющих право участвовать в годовом общем собрании. Вначале выплачиваются дивиденды по привилегированным акциям, а затем - по простым. Если в обществе имеется прибыль, достаточная для выплаты дивидендов владельцам привилегированных акций, оно обязано их выплатить. В противном случае владельцы привилегированных акций имеют право потребовать выплаты дивидендов через суд. Если же прибыли недостаточно либо имеет место убыточная деятельность общества, то дивиденды могут быть выплачены только за счет и в пределах резервного фонда.

Акционеры-нерезиденты Республики Узбекистан имеют право на конвертацию полученных ими дивидендов в свободно конвертируемую валюту по курсовой стоимости на дату начисления, которая должна проводиться уполномоченным на это государством органом. Основанием для такой конвертации служат заверенные эмитентом выписка из реестра акционеров и справка бухгалтерии акционерного общества о сумме выплаченных дивидендов и дате их начисления.

На дивиденд имеют право инвесторы, зафиксированные в реестре акционеров на момент его закрытия. Реестр закрывается за 30 дней до официально объявленной даты общего собрания акционеров.

В случае невыплаты акционерным обществом дивидендов в установленные общим собранием акционеров сроки по невыплаченным или недополученным дивидендам начисляется пеня в соответствии со средневзвешенными ставками рефинансирования Центрального банка. Акционеры вправе требовать выплаты объяв-

ленных, но не выплаченных обществом дивидендов через суд. В случае отказа в выплате объявленных дивидендов к обществу может быть применена процедура устранения неплатежеспособности (санации) или даже банкротства. Государственный орган по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг может установить опеку над акционерным обществом, имеющим долги перед своими акционерами в виде невыплаченных дивидендов, с целью его санирования.

Акционерное общество не вправе принимать решение о выплате дивидендов в следующих случаях:

- неполной оплаты уставного фонда;
- если на момент выплаты дивидендов имеются признаки его банкротства или выплаты дивидендов может привести к появлению таких признаков;
- если стоимость чистых активов общества меньше суммы его уставного и резервного фонда.

Открытое акционерное общество должно опубликовать данные о размере выплачиваемых дивидендов в средствах массовой информации.

Размер дивидендов заранее не устанавливается, а зависит от результатов производственно-хозяйственной деятельности предприятия за истекший период, за исключением привилегированных акций, по которым дивиденды выплачиваются в виде заранее установленного процента к номинальной стоимости акции. В случае достаточности суммы прибыли дивиденды по привилегированным акциям выплачиваются за счет резервного фонда. Если по итогам года размер дивидендов по привилегированным акциям окажется ниже, чем по простым акциям, то выплата по привилегированным акциям может производиться по более высоким процентам.

По решению общего собрания акционеров дивиденды могут быть выплачены в виде товаров, в виде ценных бумаг, приобретенных у других акционерных обществ, предприятий других форм собственности.

При выплате дивидендов по акциям частных лиц или членов трудового коллектива удерживается подоходный налог в соответствии с налоговым законодательством республики. Акционерная компания объявляет размер выплаты дивидендов без учета налогов с них. Государство в целях стимулирования развития рынка ценных бумаг может устанавливать временные льготы по налого-

обложению дивидендов. Так, в соответствии с Указом Президента Республики Узбекистан от 7 сентября 1995 года юридические и физические лица - владельцы акций - на три года были освобождены от налогов на дивиденды начиная с 1 июля 1995 года. Сумма начисленных на государственный пакет акций дивидендов облагается налогом у источника выплаты по ставке 15 процентов, то есть плательщиком налога является компания. Перечисление налога в бюджет юридическими лицами осуществляется не позднее 5 дней после окончания месяца, в котором была произведена выплата. С 1 января 1998 года 50 процентов доходов, получаемых в виде дивидендов по пакетам акций принадлежащих государству, направляются в государственный бюджет.

Дивиденды, не востребованные владельцем акции или его наследником в установленные сроки, по истечении срока исковой давности остаются в распоряжении предприятия.

3.2. Прогнозирование курса акции

Бытует мнение, что прогнозировать падение или увеличение курса акций практически невозможно. Эти трудности возникают главным образом тогда, когда крупные финансовые компании умышленно играют на понижении или повышении курса с целью спекулятивного выигрыша.

Существуют и непредвиденные форс-мажорные обстоятельства, катаклизмы, которые могут внести панику в биржевую жизнь.

Анализ статистических данных показывает, что меньше подвержены резким изменениям акции предприятий, производство которых образовано на местном сырье и материалах. В этом случае функционерам фондовой биржи можно рекомендовать обратить внимание на угол подъема. Чем больше угол, тем динамичнее растет стоимость акций. Причем в кратковременном промежутке времени для прямой, построенной для отрасли или предприятия, могут быть колебания и рывки. Но практика показывает, что на более длительном промежутке времени угол подъема относительно стабилен.

Существенное влияние на изменение спроса на акции определенных предприятий оказывает сезонность. Банковские данные акционерных обществ значительно меняют картину в зависимости от сезона.

3.3. Основы финансового анализа эмитентов

Во многих странах с развитой рыночной экономикой анализ рынка ценных бумаг является самостоятельной научной дисциплиной. Наиболее представительными являются фундамечтальная школа анализа (Грэхема и Дода) и техническая школа.

Сторонники школы фундаментального анализа строят свои исследования на тщательном изучении бухгалтерских балансов, финансовой отчетности, раскрываемой эмитентами ценных бумаг. На основе досконального изучения таких показателей деятельности предприятия, как доходы, объемы продаж, активы, пассивы, рентабельность, менеджмент, а также параллельного анализа состояния рынков, на котором данная компания пытается утвердиться, делается главный вывод - завышена или занижена цена акций компании по сравнению с их "внутренней" или "действительной" стоимостью. Целью такого анализа является выявление "недооцененных" рынком ценных бумаг. На основании этих выводов инвесторы могут принимать решения о покупке, продаже или временном удержании тех или иных ценных бумаг.

Школа технического анализа строит свою теорию на утверждении о том, что в биржевых курсах уже отражены все те сведения, которые впоследствии публикуются в отчетах компаний и становятся объектом, по существу, утратившего смысл фундаментального анализа. Главным объектом изучения сторонников данной школы является анализ спроса и предложения ценных бумаг, то есть изучение рынка ценных бумаг как такового, в отрыве от воздействующих на него экономических, политических и психологических факторов. При этом строятся специальные модели движения цен. Таким образом устанавливается не ценность ценных бумаг определенной компании, а общие тенденции на рынке и, исходя из этого, рекомендуется принятие того или иного решения.

В странах СНГ, а также в Узбекистане аналитиками рынка ценных бумаг чаще всего используются элементы фундаментального анализа. Причем цели его проведения самые различные. Это и разработка мероприятий по улучшению финансового положения предприятия, и построение новой стратегии управления активами в будущем периоде, и определение привлекательности

вложений в акции или другие ценные бумаги того или иного эмитента. Эти исследования проводят не только инвестиционные консультанты, но и бухгалтеры, экономисты предприятий, аудиторы и т.п. В ходе анализа финансового положения предприятия изучается динамика уровня платежеспособности, ликвидности, деловой и рыночной активности.

В рамках осуществления фундаментального анализа большое значение имеет проведение анализа финансового состояния предприятия. Этот анализ проводится по различным методикам, каждая из которых имеет свои позитивные стороны и недостатки.

Следует отметить, что для определения инвестиционной привлекательности вовсе не обязательно осуществлять по каждой компании "глобальные" исследования и рассчитывать достаточно большое количество экономических коэффициентов. Опыт неправительственного агентства "Консалаудитинформ" свидетельствует о том, что для выяснения общего финансового положения предприятия достаточно определиться по "главным" коэффициентам, после чего становится ясно: привлекательно ли, с инвестиционной точки зрения, данное предприятие или нет. В этих целях, например, Агентство "Консалаудитинформ" при осуществлении финансового анализа акционерных обществ использует собственную систему показателей, наиболее полно отражающую состояние предприятия в динамике за тот или иной период. Если этот анализ дает неплохие результаты, то исследование можно продолжить уже по углубленной, более детальной методике с тем, чтобы выяснить возможные, скрытые на первый взгляд, «подводные камни».

Исходными материалами для проведения анализа служат показатели документов бухгалтерской и финансовой отчетности, представляемые предприятиями в налоговую инспекцию ежеквартально и ежегодно: баланс (форма №1), отчет о финансовых результатах (форма №2), справка о дебиторской и кредиторской задолженностях (форма №2а) и расшифровки к ней, отчет о денежных потоках предприятия (форма №3), отчет о движении основных средств (форма №4), отчет о собственном капитале (форма №5), формы статистической отчетности, а также отчеты по формам №2 ЦБ (годовая) и №1 ЦБ (квартальная), представляемые в орган по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг, и финансового состояния предприятия.

Сущность финансового состояния предприятия и принципы проведения финансового анализа

Финансовое состояние предприятия - это комплексное понятие, которое характеризуется системой показателей, отражающих наличие, размещение и использование его финансовых ресурсов. Финансовое состояние является результатом взаимодействия всех элементов системы финансовых отношений предприятия и поэтому определяется всей совокупностью производственно-хозяйственных факторов.

Финансовый анализ предприятия - это анализ форм финансовой отчетности предприятия на основе системы финансовых показателей.

Финансовый анализ, проводимый в виде накопления, трансформации и использования информации финансового характера, имеет следующие цели:

- идентификацию и оценку финансового состояния предприятия в пространственно-временном разрезе;
- выявление основных факторов, вызвавших те или иные изменения в финансовом состоянии;
- оценку возможных темпов развития предприятия с позиции их финансового обеспечения;
- выявление доступных источников средств и оценку целесообразности их мобилизации;
- прогноз положения предприятия, при выборе той или иной политики финансово-хозяйственной деятельности и движения финансовых потоков и т.д.

Основные виды финансового анализа:

- горизонтальный;
- вертикальный;
- трендовый;
- анализ относительных показателей (коэффициентов);
- сравнительный (пространственный);
- факторный.

Кроме того, различают внешний и внутрихозяйственный финансовый анализ. *Внешний* анализ ориентируется на открытую публичную отчетность и максимальную открытость результатов анализа для внешних пользователей (акционеров, инвесторов, конкурентов и т.п.). *Внутрихозяйственный* – использует полные

данные бухгалтерского учета и отчетности, и проводится только для внутренних нужд предприятия.

Оценка ценных бумаг эмитента на основе анализа его финансового состояния

Данная методика предназначена для предпринимательских структур, занимающихся операциями с ценными бумагами на фондовом рынке республики, а также для интересов частных лиц, заинтересованных в покупке ценных бумаг эмитентов.

Тщательное изучение данных финансового отчета позволяет определить приблизительную картину экономического состояния предприятия-эмитента и принять соответствующее решение, т.к. более точную оценку может дать только аудиторская проверка финансово-хозяйственной деятельности эмитента.

Для анализа финансового состояния эмитента необходимо проанализировать следующие экономические показатели:

- степень изношенности основных фондов;
- коэффициент оборачиваемости оборотных средств;
- рентабельность производственных фондов;
- коэффициент финансовой устойчивости;
- коэффициент абсолютной ликвидности эмитента;
- темп прироста реальных активов;
- темп изменения прибыли;
- величина работающего капитала;
- коэффициент ликвидности баланса;
- коэффициент покрытия баланса.

Показатель степени изношенности основных фондов эмитента определяется по следующей формуле:

$$И_{оф} = \frac{И \cdot 100}{ОФ},$$

где $И_{оф}$ - относительный износ основных фондов, в %,

И - фактический износ основных фондов, сумов;

ОФ - балансовая стоимость основных фондов, сумов.

Данный показатель отражает состояние и степень изношенности основных фондов (имущества) предприятия - эмитента.

Коэффициент оборачиваемости оборотных средств определяется по следующей формуле:

$$К_{об} = В_{р}, \quad \text{где} \quad О_{бн} = \frac{О_{б}}{2};$$

$К_{об}$ - коэффициент оборачиваемости оборотных средств;

$В_р$ - выручка реализации за отчетный период;

$О_б$ - средняя стоимость остатков оборотных средств;

$О_{бн}$ - стоимость остатков оборотных средств на начало отчетного периода;

$О_{бк}$ - стоимость остатков оборотных средств на конец отчетного периода.

Этот коэффициент показывает насколько эффективно используются оборотные средства предприятия, а также используются для анализа финансовой устойчивости и абсолютной ликвидности эмитента.

Рентабельность основных фондов определяется по следующей формуле:

$$Р_ф = \frac{П_б}{Ф + О_б} \cdot 100\%, \quad \text{где} \quad Ф = \frac{О_{фк} \cdot О_{фн}}{2};$$

$Р_ф$ - рентабельность производственных фондов;

$П_б$ - балансовая прибыль;

Ф - среднегодовая стоимость основных фондов;

$О_{фн}$ - стоимость основных фондов на начало отчетного периода;

$О_{фк}$ - стоимость основных фондов на конец отчетного периода.

Данный коэффициент показывает эффективность использования основных и оборотных фондов предприятия в отчетном периоде.

Коэффициент финансовой устойчивости определяется по следующей формуле:

$$И = \frac{К + З}{С},$$

И - коэффициент финансовой устойчивости;

К - кредиты и заемные средства;

З- кредиторская задолженность и прочие пассивы;

С - собственные средства.

Этот коэффициент представляет собой соотношение между собственными и заемными средствами. При превышении собственных средств над заемными предприятие считается финансово устойчивым и относительно не зависит от внешних источников финансирования.

Коэффициент абсолютной ликвидности предприятия-эмитента определяется по следующей формуле:

$$К_л = \frac{К_с + Р_с + ЦБ}{К_р + С_р + З},$$

$К_л$ - коэффициент абсолютной ликвидности эмитента;
$К_с$ - касса и прочие денежные средства;
$Р_с$ - расчетные счета в банке;
ЦБ - ценные бумаги и краткосрочные вложения;
$К_р$ - краткосрочные кредиты и заемные средства;
$С_р$ - среднесрочные кредиты и ссуды.

Данный коэффициент характеризует возможность эмитента мобилизовать денежные средства для покрытия краткосрочной и среднесрочной задолженности.

Темп прироста реальных активов эмитента определяется по следующей формуле:

$$Р_а = \frac{А(Т) + В(Т) + Д(Т) \cdot 100\%}{(Т-1) + В(Т-1) + Д(Т-1)},$$

$Р_а$ - темп прироста реальных активов;

А - основные средства и вложения без учета износа, торговой наценки по нереализованным товарам, нематериальных активов, использованной прибыли;

Т - анализируемый год;

В - запасы и затраты;

Д - денежные средства, расчеты и прочие активы без учета использованных заемных средств.

Данный коэффициент представляет собой соотношение активов анализируемого и предыдущего годов, характеризует темп наращивания имущества эмитента.

Темп изменения прибыли определяется по следующей формуле:

$$т\%_п = \frac{(П_б(Т) - 1) \cdot 100\%}{П_б(Т) - 1},$$

где ИП - темп прироста прибыли;

$П_б(Т)$ - балансовая прибыль в анализируемом году.

Он характеризует темпы наращивания прибыли эмитента в отчетном периоде по сравнению с предыдущим годом.

$К_{об}$ - коэффициент оборачиваемости оборотных средств;

$В_р$ - выручка реализации за отчетный период;

$О_б$ - средняя стоимость остатков оборотных средств;

$О_{бн}$ - стоимость остатков оборотных средств на начало отчетного периода;

$О_{бк}$ - стоимость остатков оборотных средств на конец отчетного периода.

Этот коэффициент показывает насколько эффективно используются оборотные средства предприятия, а также используются для анализа финансовой устойчивости и абсолютной ликвидности эмитента.

Рентабельность основных фондов определяется по следующей формуле:

$$Р_ф = \frac{П_б}{Ф + О_б} \cdot 100\%, \quad \text{где} \quad Ф = \frac{О_{фк} \cdot О_{фн}}{2};$$

$Р_ф$ - рентабельность производственных фондов;

$П_б$ - балансовая прибыль;

Ф - среднегодовая стоимость основных фондов;

$О_{фн}$ - стоимость основных фондов на начало отчетного периода;

$О_{фк}$ - стоимость основных фондов на конец отчетного периода.

Данный коэффициент показывает эффективность использования основных и оборотных фондов предприятия в отчетном периоде.

Коэффициент финансовой устойчивости определяется по следующей формуле:

$$И = \frac{К + З}{С},$$

И - коэффициент финансовой устойчивости;

К - кредиты и заемные средства;

З- кредиторская задолженность и прочие пассивы;

С - собственные средства.

Этот коэффициент представляет собой соотношение между собственными и заемными средствами. При превышении собственных средств над заемными предприятие считается финансово устойчивым и относительно не зависит от внешних источников финансирования.

Коэффициент абсолютной ликвидности предприятия-эмитента определяется по следующей формуле:

$$К_{л} = \frac{К_{с} + Р_{с} + ЦБ}{К_{р} + С_{р} + З},$$

$К_{л}$ - коэффициент абсолютной ликвидности эмитента;
$К_{с}$ - касса и прочие денежные средства;
$Р_{с}$ - расчетные счета в банке;
ЦБ - ценные бумаги и краткосрочные вложения;
$К_{р}$ - краткосрочные кредиты и заемные средства;
$С_{р}$ - среднесрочные кредиты и ссуды.

Данный коэффициент характеризует возможность эмитента мобилизовать денежные средства для покрытия краткосрочной и среднесрочной задолженности.

Темп прироста реальных активов эмитента определяется по следующей формуле:

$$Р_{а} = \frac{А(Т) + В(Т) + Д(Т) \cdot 100\%}{(Т-1) + В(Т-1) + Д(Т-1)},$$

$Р_{а}$ - темп прироста реальных активов;
А - основные средства и вложения без учета износа, торговой наценки по нереализованным товарам, нематериальных активов, использованной прибыли;
Т - анализируемый год;
В - запасы и затраты;
Д - денежные средства, расчеты и прочие активы без учета использованных заемных средств.

Данный коэффициент представляет собой соотношение активов анализируемого и предыдущего годов, характеризует темп наращивания имущества эмитента.

Темп изменения прибыли определяется по следующей формуле:

$$т\% = \frac{(П_{б}(Т) - 1) \cdot 100\%}{П_{б}(Т) - 1},$$

где ИП - темп прироста прибыли;
$П_{б}(Т)$ - балансовая прибыль в анализируемом году.

Он характеризует темпы наращивания прибыли эмитента в отчетном периоде по сравнению с предыдущим годом.

Величина работающего капитала характеризует маневренность и динамичность работы эмитента. Способность эмитента платить по обязательствам, расширяться и рисковать определяется именно величиной рабочего капитала. Постоянный рост величины рабочего капитала говорит о росте и дальнейшем развитии предприятия-эмитента. Но для оценки стабильности предприятия-эмитента этого недостаточно, то есть необходимо произвести оценку с помощью коэффициентов ликвидности и покрытия.

Коэффициент ликвидности баланса определяется по формуле:

$$К_{лб} = \frac{\text{Денежные средства} + \text{Дебиторская задолженность} + \text{Товары}}{\text{Краткосрочные обязательства}}.$$

Ориентировочно этот коэффициент должен быть в диапазоне 0,5-0,8, то есть на каждый сумм краткосрочных обязательств должно приходиться не менее 50 тийинов денежных средств, дебиторской задолженности и отгруженных товаров. Чем ниже коэффициент ликвидности баланса, тем ниже кредитоспособность эмитента. Но надо также отметить, что слишком высокое значение этого показателя (>1) будет свидетельствовать о недостаточно высокой эффективности использования денежных и приравненных к ним ресурсов.

Коэффициент покрытия баланса определяется по следующей формуле:

$$К_{пб} = \frac{\text{Сумма ликвидности}}{\text{Краткосрочные обязательства}}.$$

Значение данного показателя должно иметь норму от 2 до 1. Этот коэффициент дает возможность установить, имеется ли возможность у эмитента покрыть сумму краткосрочных обязательств, а также показывает степень устойчивости структуры баланса и способности эмитента быстро погашать краткосрочные обязательства. В сумму ликвидных активов включают все оборотные средства, в том числе и материальные.

Для предприятий промышленности в Узбекистане характерно сочетание низких значений коэффициента Кпб с высоким значением Кпб из-за того, что предприятия имеют излишние материальные запасы готовой продукции и т.д. Необоснованность этих затрат приводит к нехватке денежных средств. Поэтому даже при

высоком значении Клб необходимо выявить состояние и динамику его составляющих.

Также следует рассчитать еще ряд показателей, которые помогут обрисовать полную и реальную картину финансового состояния предприятия-эмитента. Для этого необходимо провести сравнение нескольких отчетных периодов по следующим экономическим показателям:

а) показатель прибыли на один сумм реализованной продукции, который определяется как отношение балансовой прибыли к результатам реализации;

б) показатель эффективности, который характеризует способность эмитента извлекать максимум прибыли из производственно-хозяйственной деятельности предприятия. Повышающаяся тенденция в динамике этого показателя свидетельствует о хорошем внутреннем контроле за деятельностью и хорошем контроле за текущими расходами на предприятии;

в) общая рентабельность производства, рассчитываемая как отношение балансовой прибыли к сумме среднегодовых стоимостей основных средств (основных производственных фондов) и материальных оборотных средств (запасов и затрат);

г) показатель доли чистой прибыли, который характеризует способность эмитента генерировать чистую прибыль из общего объема реализованной прибыли. Ведь, чем больше эта величина, тем больше дивидендов получат акционеры и тем быстрее окупят инвесторы вложенные в акции эмитента средства.

Эффективность = Балансовая прибыль/Выручка от реализации продукции.

Помимо этого, большую роль для оценки финансового состояния играет анализ дефицитности и конкурентоспособности предприятия-эмитента. В совокупности анализ вышеприведенных показателей позволит инвестору остановить свой выбор на ценных бумагах, вложения в которые наиболее эффективны.

Коэффициенты рыночной активности как оценка положения предприятия на рынке ценных бумаг

Существуют две основные цели инвестирования в ценные бумаги: получение текущего дохода (дивиденда) и накопление (капитализирование и рефинансирование) средств, вследствие увеличения курсовой стоимости акций или выпуска новых акций в

обращение. Эти две цели в известной степени противоречат друг другу: при прочих равных условиях чем большая часть прибыли расходуется на выплату дивидендов, тем меньше средств может быть реинвестировано (вложено на дальнейшее развитие) в предприятие, тем медленнее темпы его роста и тем проблематичнее рост курсовой стоимости его акций.

Инвесторы обычно выбирают предприятие, дивидендная политика которого в наибольшей степени соответствует целям их инвестирования. Поэтому в самом общем случае изменение дивидендной политики может вызвать большее неудовольствие акционеров, чем низкий уровень дивидендов. То есть, стабильность дивидендной политики является одним из наиболее важных факторов, влияющих на отношение инвесторов и акционеров к предприятию.

1. Прибыль на акцию - чистая прибыль/общее число акций - показывает, какая доля чистой прибыли приходится на одну акцию в обращение. Под акциями, в общем, понимается разница между общим числом выпущенных акций и собственными акциями предприятия. Основной его недостаток - пространственная несопоставимость ввиду неодинаковой рыночной стоимости акций различных предприятий.

2. Ценность акции - рыночная цена акции/ прибыль на акцию - является одним из важнейших показателей, выражающих зависимость цены акции от доходов, получаемых предприятием. Он необходим для выяснения относительной ценности акции. Этот показатель служит индикатором спроса на акции данного предприятия поскольку показывает, как много согласны платить инвесторы в данный момент на 1 сум прибыли на акцию.

3. Рентабельность акции - дивиденд на 1 акцию/рыночная цена акции - характеризует процент возврата на капитал, вложенный в акции предприятия. Это прямой эффект, есть и косвенный (доход или убыток), выражающийся в изменении рыночной цены акции предприятия.

4. Дивидендный выход - дивиденд на 1 акцию/прибыль на 1 акцию - это доля чистой прибыли, выплаченная акционером в виде дивидендов. Значение его зависит от инвестиционной политики предприятия. С ним тесно связан коэффициент реинвестирования прибыли, характеризующий его долю, направленную на развитие производственной деятельности. Сумма значений пока-

зателя дивидендного выхода и коэффициента реинвестирования прибыли равна 1.

5. Коэффициент котировки акции - рыночная цена акции/ учетная цена акции - значение его больше 1 означает, что потенциальные акционеры, приобретая акцию, готовы дать за нее цену, превышающую бухгалтерскую оценку реального капитала, приходящегося на акцию в данный момент.

6. Коэффициент выплаты дивидендов - дивиденд на 1 акцию / чистая прибыль на 1 акцию.

7. Коэффициент доходности капитала - чистый доход акционеров/ среднегодовая стоимость собственного (акционерного) капитала - предприятие может быть привлекательным для инвесторов, если этот показатель находится не ниже уровня 10-12%.

8. Учетная (балансовая) стоимость акции - чистые активы (собственный капитал)/число акций в обращении - отражает наиболее реальную стоимость акции по данным баланса, при этом учитывается, что общая стоимость предприятия равна его акционерному (собственному) капиталу.

9. Курс акции - дивиденд на 1 акцию/рыночная цена акции - ставка банковского процента по вкладам на 12 месяцев.

10. Коэффициент покрытия процентов - прибыль до выплаты налогов/процентные платежи - показывает, во сколько раз имеющиеся доходы предприятия превышают сумму процентных платежей и свидетельствует о том, насколько эффективно использовались заемные средства, полученные предприятием, и достаточно ли высока прибыль для покрытия расходов по выплате процентов.

Коэффициенты платежеспособности

Коэффициент автономии определяется путем деления стр. баланса (форма №1) 390 на стр. 550. В данном случае величина собственного капитала относится к величине имеющегося капитала в целом. Рост коэффициента свидетельствует об увеличении финансовой независимости предприятия и снижении риска финансовых затруднений, повышает гарантии погашения предприятием своих обязательств и наоборот.

Коэффициент соотношения заемных и собственных средств определяется как частное от деления стр. (540-400-410) на стр. 390 баланса. Рост коэффициента отражает превышение величины за-

емных средств над собственными источниками их покрытия и оценивается отрицательно, поскольку указывает на снижение финансовой независимости предприятия и увеличение риска зависимости от заемных средств.

Коэффициент маневренности определяется как частное от деления стр. (390+400+410-110) на стр. 390 баланса. Увеличение коэффициента свидетельствует об улучшении финансового состояния предприятия.

Коэффициент обеспеченности запасов и затрат собственными источниками определяется как частное от деления стр. (390+400+410-110) на стр. (120+130+140+150+160) баланса. Если значение коэффициента ниже единицы, то формирование производственных запасов предприятия осуществляется в основном за счет привлеченных средств.

Коэффициент покрытия или платежеспособности определяется как частное от деления стр. 300 на стр. (540-400-410). Рост коэффициента свидетельствует об усилении платежных возможностей предприятия при условии своевременных расчетов с дебиторами, нормальной реализации готовой продукции и продажи в случае необходимости прочих элементов материальных оборотных средств.

Коэффициент ликвидности определяется как частное от деления стр. (170+180+190+200+210+220+230+240+250+260+270+ +280+290) на стр. (540-400-410) баланса. Рост коэффициента указывает на усиление платежных возможностей предприятия при условии своевременного проведения расчетов с дебиторами.

Коэффициент абсолютной ликвидности определяется как частное от деления стр. (170+180+190+200+210) на стр. (540-400-410) баланса. Рост коэффициента свидетельствует об усилении способности предприятия оплачивать счета сразу по их предъявлении.

Коэффициент реальной стоимости имущества производственного назначения определяется как частное от деления стр. (012+120+130) на стр. 310 баланса.

Показатели, характеризующие уровень рентабельности компании

Рентабельность продаж определяется как частное от деления стр. 110 на стр. 010 отчета о финансовых результатах (форма №2). Данный показатель указывает, сколько прибыли приходится на единицу реализованной продукции.

Рентабельность всего капитала определяется как частное от деления стр. 200 формы №2 на стр. 310 баланса. Показатель характеризует эффективность использования капитала компании в целом.

Рентабельность основных средств и прочих внеоборотных активов определяется как частное от деления стр. 200 формы №2 на стр. 110 формы №1. Данный показатель характеризует эффективность использования основных средств и прочих внеоборотных активов.

Рентабельность собственного капитала определяется частным от деления стр. 200 формы №2 на стр. 390 баланса. Данный показатель учитывает размер полученной прибыли на 1 сум вложенного собственного капитала, характеризуя эффективность использования последнего.

Рентабельность перманентного (первоначального) капитала определяется путем деления стр. 200 формы №2 на стр. (390+400+410) баланса. Показатель характеризует эффективность использования собственного капитала и заемных средств: размер полученной прибыли на 1 сум вложенных собственных средств и долгосрочных обязательств.

Показатели деловой активности компании

Общая оборачиваемость капитала определяется как частное от деления стр. 010 формы №2 на стр. 310 баланса — показывает скорость оборота всего капитала предприятия. Рост показателя отражает ускорение кругооборота собственного капитала компании.

Оборачиваемость собственного капитала определяется как частное от деления стр. 010 формы №2 на стр. 390 баланса — характеризует скорость оборота собственного капитала. Рост показателя указывает на ускорение кругооборота собственного капитала предприятия.

Оборачиваемость мобильных средств определяется как частное от деления стр. 010 формы №2 на стр. 300 баланса — характеризует скорость оборота мобильных средств (оборотных активов).

Оборачиваемость материальных оборотных средств определяется путем деления стр. 010 формы №2 на стр. (120+130+ +140+150+160) баланса — характеризует скорость оборота материальных оборотных средств. Снижение показателя свидетельствует об относительном увеличении производственных запасов и незавершенном производстве или о снижении спроса на готовую продукцию.

Оборачиваемость готовой продукции определяется путем деления стр. 010 формы №2 на стр. 140 баланса — характеризует скорость оборота готовой продукции. Рост коэффициента указывает на увеличение спроса на продукцию предприятия, снижение - на затоваривание.

Оборачиваемость дебиторской задолженности определяется как частное от деления стр. 010 формы №2 на стр. (220+230+240+ +250+260+270+280+290) баланса — показывает скорость оборота дебиторской задолженности. Рост показателя свидетельствует о расширении коммерческого кредита, предоставляемого предприятием, а снижение - на его сокращение.

Средний срок оборота дебиторской задолженности определяется путем умножения 365 (дн.) на стр. (220+230+240+250+ +260+270+280+290) баланса и деления на стр. 010 формы №2 — характеризует средний срок возврата коммерческого кредита предприятию.

Оборачиваемость кредиторской задолженности определяется путем деления стр. 010 формы №2 на стр. (450+460+470+480+ +490+500+510+520+530) баланса — характеризует скорость оборота кредиторской задолженности. Рост показателя означает расширение кредита, предоставляемого предприятию.

Средний срок оборота кредиторской задолженности определяется путем умножения 365 (дн.) на стр. (450+460+470+480+ +490+500+510+520+530) и последующего деления на стр. 010 формы №2 — характеризует средний срок возврата коммерческого кредита предприятием.

Фондоотдача основных средств и прочих внеоборотных активов определяется путем деления стр. 010 формы №2 на стр. 110 баланса — показывает эффективность использования основных средств и прочих внеоборотных активов, измеряемую величиной продаж, приходящуюся на единицу стоимости средств.

Показатели рыночной активности компании

Чистая прибыль в расчете на одну акцию определяется путем умножения стр. 200 формы №2 на 1000 и последующего деления на количество выпущенных акций. Полученное значение показывает, сколько чистой прибыли приходится на одну акцию.

Балансовая стоимость одной акции определяется путем умножения стр. 390 баланса на 1000 и последующего деления на коли-

чество выпущенных акций, показывается размер собственных средств, приходящихся на одну акцию.

Соотношение цена/доход определяется делением рыночной цены акции на чистую прибыль в расчете на одну акцию. Полученное значение показывает недисконтированный срок окупаемости инвестиций в акции предприятия.

3.4. Характеристика индексов ценных бумаг и их значение

Важным элементом индустрии рынка ценных бумаг являются индексы. В экономической литературе часто можно встретить понятие "average" (средний показатель), однако следует иметь в виду, что "average" и "index"- разные понятия. Индексы ценных бумаг по сравнению со средними показателями предполагают более конкретные и точные методы расчета изменения курсов ценных бумаг. Кроме того, в отличие от обычных средних показателей каждый индекс имеет свой базовый период. В различных странах выработаны свои особые методики исчисления тех или иных индексов, однако все они в той или иной мере являются индикаторами состояния экономики. Сами по себе значения рассчитанных абсолютных величин индексов участникам фондового рынка ничего не дают. Только при сопоставлении отдельных значений индексов с базовыми или с предыдущими величинами можно определить тенденции изменения ситуации на рынке. Если кривая индекса в динамике поднимается к верху - это свидетельствует об оживлении либо подъеме экономики государства, если наоборот наблюдается тенденция падения кривой индекса - это явный признак спада производства или кризиса.

Расчет индексов осуществляется по ценным бумагам, обычно акциям, значительного количества компаний. Существуют несколько различных методов расчета индексов ценных бумаг, однако самым распространенным является умножение числа выпущенных ценных бумаг (акций) каждой компании на их цену с последующим делением на общее количество ценных бумаг, отобранных для расчета, для устранения недостатков, присущих средним показателям, при расчете индексов используются точные статистические формулы. Индексы рассчитываются фондовыми биржами, инвестиционными институтами, специальными агентствами и издательствами, в том числе и государственными.

В последние годы в западных странах и США появилось огромное количество так называемых субиндексов - средних показателей, строящихся на основе отдельных видов ценных бумаг, финансовых инструментов, обращающихся на отдельных сегментах рынка (биржевом или внебиржевом), по отраслевому, территориальному признакам и т.п. Отдельные индексы используются в арбитражных сделках при операциях с опционами и фьючерсами. Технология индексных сделок основывается на том, что положительное или отрицательное изменение величины индекса умножается на денежный коэффициент (в США для большинства индексов он равен 500 долл.). Полученная сумма выплачивается одной из участвующих сторон. Индексные фьючерсы и опционы заведомо не предполагают каких-либо поставок ценных бумаг, сделка закрывается только через оплату разницы, образовавшейся от движения индекса вверх или вниз. Причем у фьючерсов это происходит с помощью рыночной отметки, т.е. результат сделки выражается маржевыми позициями сторон к моменту окончания контракта. Индексные опционы в большей степени, чем фьючерсы помогают проводить защитные и страхующие операции по отношению к диверсифицированным портфелям, когда общая ситуация на рынке становится нестабильной. По мнению ряда специалистов, подключение этих фьючерсов и опционов к любому портфелю не изменяет в среднем его доходность, но существенно понижает степень риска.

Определение времени покупки и времени продажи ценных бумаг (тайминг) является для профессионалов решающим фактором в вопросе о том, как сделать деньги на фондовой бирже. Оно базируется на изменениях, анализе и исследовании биржевых индикаторов. Индекс Доу-Джонса, несмотря на свою уникальность и известность, базируется только на акциях нескольких корпораций. Между тем в последнее время возникла настоятельная необходимость расчета и других индексов, формирующихся на более обширной базе.

Ключевые слова

Дивиденды, акционерные общества. Порядок выплаты дивидендов. Срок выплаты. Финансовое состояние предприятия. Оценка

ценных бумаг. Индекс Доу-Джонса. Прибыль на акцию, ценность акции. Курс акции. Уровень рентабельности компании. Рейтинги. Купля-продажа ценных бумаг. Рейтинги акций. Договор. Сделки. Клиринг. Риски. Ликвидности. Способы контроля рисков. Способы минимизации рисков. Фондовые биржи. Классическая биржа. Операции на бирже. Брокеры. Дилеры. Контроль на рынке ценных бумаг. Гаранты. Фьючерсные сделки. Международные биржи.

Вопросы для самоконтроля

1. Что такое дивиденды?
2. В каких случаях акционерное общество не имеет право или не может выплачивать дивиденды?
3. Как прогнозируется курс акций?
4. Что такое финансовый анализ, с какой целью его проводят?
5. Что означает коэффициент оборачиваемости оборотных средств?
6. Опишите формулы и коэффициенты, по которым возможно судить о предприятии?
7. Что такое индекс Доу-Джонса, что он показывает?
8. Что такое рейтинги? Какое влияние они оказывают на ценные бумаги?
9. Каковы основные этапы сделок?
10. Каковы основные виды рисков?
11. В чем сходство и различия политических, экономических, социальных, региональных рисков?
12. Какие методы контроля и минимизации рисков Вы знаете?
13. Что такое биржа?
14. Опишите основные способы контроля на рынках ценных бумаг.
15. Что такое фондовые биржи? Кто является специалистами на биржах?

ГЛАВА 4. РЕЙТИНГИ ЦЕННЫХ БУМАГ

Под рейтингом ценных бумаг понимают устанавливаемый независимыми организациями уровень сопоставимой оценки, характеризующий качество ценных бумаг. Обычно ценные бумаги наиболее высокого качества обозначаются символом А, менее высокого - символом В (среднего качества), а наиболее низкое качество обозначается символами С и D. Первые рейтинги ценных бумаг были опубликованы в 1909 году американцем Джоном Муди, исследовавшим в то время потенциальные возможности инвестиций в ценные бумаги, именем которого впоследствии была названа одна из известнейших рейтинговых компаний. В настоящее время Комиссия по ценным бумагам и фондовым биржам США признает четыре рейтинговые компании. Следует отметить, что работа по присвоению рейтингов вызывает, естественно, негативную реакцию со стороны значительного числа компаний, чей рейтинг невысок.

Значение рейтингов

Многие инвесторы используют рейтинги при формировании своих портфелей ценных бумаг. К рейтингам обращаются даже крупные консалтинговые организации, имеющие свой штат аналитиков, для того, чтобы сопоставить полученные у себя результаты с рейтинговыми оценками и проверить таким образом правильность своих собственных выводов в отношении той или иной компании. Брокеры-дилеры используют рейтинги при осуществлении инвестиций, а также в процессе консультирования своих клиентов. Комиссия по ценным бумагам и фондовым биржам США использует рейтинги нескольких ранее перечисленных агентств для оценки облигационных активов брокеров-дилеров.

В процессе работы по присвоению рейтингов ценным бумагам рейтинговые компании используют традиционные материалы: годовые и квартальные отчеты эмитентов, сведения, имеющиеся в органах управления рынком ценных бумаг, а также некоторые

только им известные источники, получаемые иногда по конфиденциальным каналам. Мнение большинства рейтинговых фирм о том, что рейтинги, рассчитанные по стандартным формулам, не могут быть правильными дает основание считать, что рейтинги не являются оценками, получаемыми чисто механическим способом. При их определении принимаются во внимание долгосрочные отраслевые тенденции, изучается финансовая практика и политика эмитента, амплитуда циклических колебаний отрасли, учитываются также наличие лицензий и патентов, содержание договоров между эмитентами и инвесторами. При определении рейтингов ценных бумаг чаще всего используются такие показатели, как текущие доходы компании и доходы прошлых лет, различные финансовые коэффициенты, перспективы рентабельности компании, известность самой компании и производимой ею продукции, особенности отрасли, статистика ее доходов, тенденции в области сбыта продукции.

Значимость рейтингов ценных бумаг состоит также и в том, что они дают возможность неопытному инвестору сориентироваться на начальном этапе вложения денег в ценные бумаги. Рейтинги позволяют инвесторам без серьезных аналитических исследований финансовой отчетности эмитента определяться в выборе.

Рейтинг - это не только индикатор способности эмитента выплатить займ. Рейтинг платежеспособности влияет на вход по новому курсу облигаций. Чем выше рейтинг облигации, тем ниже дивиденды. Эмитентам облигаций с высоким рейтингом не требуется предлагать слишком высокие проценты, так как их платежеспособность сама по себе привлекает инвесторов. Эмитентам же облигаций с низким рейтингом приходится выплачивать проценты выше среднего уровня.

Рейтинги облигаций

В практике стран с развитым фондовым рынком рейтинги облигаций являются наиболее распространенными и популярными по сравнению с рейтингами других видов ценных бумаг. При определении рейтингов облигаций учитывается несколько основополагающих факторов, самыми главными из которых являются рентабельность, стоимость активов, гарантии дохода и его постоянство. Существенное значение при этом могут также иметь качество менеджмента и перспективы развития предприятия.

Рейтинги акций

Рейтингом акций занимается небольшое число компаний. Некоторые экономисты считают, что невозможно определить рейтинг акций, так как доход по этим ценным бумагам неустойчив и зависит от решения общего собрания акционеров и ничем не гарантирован. Рейтинги акций определяются на основе специальной формулы, которая позволяет оценить инвестиционные качества на основе двух факторов - прибыли компании и размеров дивидендов. При определении рейтинга акций не используются традиционные критерии, применяемые при оценке облигаций - такие, как финансовое положение эмитента, структура капитала, резервы и т.п. Компания считает, что все подобные факторы, обусловливающие то или иное качество акций, в конечном итоге находят свое отражение в показателях чистой прибыли компании в расчете на одну акцию и размере дивидендов.

Прибыль компании, как правило, берется за последние восемь лет. Главным показателем считается ее стабильность. Если прибыль компании на одну акцию была в данном году большей, чем в предыдущем или равной ей, то при расчете рейтинга компании прибавляется один балл. Если же прибыль на одну акцию по сравнению с предыдущем годом сократилась, балл отнимается. Средний за восемь лет балл принимается за основной индекс прибыли. Этот индекс стабильности затем умножается на индекс роста, который определяется извлечением квадратного корня из разницы (в процентном выражении) между прибылью компании в базовые 1996 - 1999 годы и ее прибылью за последние три года. Кроме того, развитие компании сравнивается с развитием экономики в целом, в результате чего удается выяснить, насколько сильно компания подвержена циклическим колебаниям.

Вторым слагаемым формулы является дивидендная стабильность. Она определяется на основе размеров дивидендов за последние 20 лет, причем вес показателей дивидендов по мере приближения к настоящему времени увеличивается. Полученный результат, так же, как и показатель стабильности прибыли умножается на фактор роста. В конечном итоге два этих фактора - прибыль и дивиденды - воплощаются в единый числовой рейтинг акций.

РЕЙТИНГИ АКЦИЙ

Код - качество.
A+ - высший инвестиционный уровень.
A - хороший инвестиционный уровень.
A− - инвестиционный уровень выше среднего.
B+ - средний инвестиционный уровень.
B− - инвестиционный уровень ниже среднего.
B - низкий инвестиционный уровень.
C - самый низкий инвестиционный уровень.

Неофициально акции на американских биржах делятся на четыре класса. Самый главный - это голубые фишки - старшее поколение акций. К ним относятся ценные бумаги элиты американской промышленности. Второй класс - акции добротных, хорошо функционирующих компаний, которые пользуются несколько меньшим авторитетом у инвесторов, по сравнению с "голубыми фишками". "Растущие акции" выпускаются молодыми компаниями с большим потенциалом для роста, по которым, однако, у инвесторов нет твердой уверенности в успехе. И последний класс - "копеечные акции" - акции компаний, находящихся в упадке. Они не представляют никакой ценности, кроме возможности для спекуляций.

4.1. Основные этапы осуществления сделок купли-продажи ценных бумаг

На первоначальных стадиях развития фондового рынка купля-продажа ценных бумаг имела неупорядоченный характер. Это происходило из-за отсутствия четких правил, регламентирующих процедуру перехода денег от покупателя ценных бумаг к продавцу и ценных бумаг или их сертификатов - покупателю. В недалеком прошлом возникало множество ситуаций, когда после подписания контракта о покупке ценных бумаг его исполнение задерживалось на долгие месяцы из-за отсутствия законодательно зафиксированных временных рамок процедуры сделки. Контрагенты по сделке могли долго дискутировать между собой по вопросу кому первым начать действия по исполнению сделки - покупателю осуществлять платеж или продавцу - передачу ценных бумаг. В ряде случаев неупорядоченность регламента заключения

сделок приводила к выполнению своих обязательств только со стороны одного контрагента. Отсутствие четкой и оптимальной процедуры действий в процессе проведения сделки со стороны ее участников (покупателя, продавца, брокера, биржи, различных других институтов, осуществляющих вспомогательные функции) зачастую приводило к увеличению сроков ее проведения, возможности возникновения различных манипуляций с ценными бумагами, мошенничества и безнаказанному неисполнению контрагентами своих обязательств. Все это существенным образом сдерживало развитие фондового рынка, поскольку потенциальные покупатели и продавцы ценных бумаг иногда просто не решались заключать сделку, опасаясь возможных непредвиденных препятствий в процессе ее осуществления.

Мировая практика осуществления операций с ценными бумагами выработала определенные обязательные этапы совершения сделки, обеспечивающие ее оптимизацию и успешное завершение. К ним относятся:

1. Заключение договора купли-продажи ценных бумаг.
2. Сверка параметров по осуществляемой сделке.
3. Клиринг.
4. Проведение денежного платежа и встречной передачи ценных бумаг.

Заключение договора купли-продажи ценных бумаг

Это первый этап заключения сделки. Следует иметь в виду, что другие, менее распространенные виды сделок с ценными бумагами - такие, как мена, дарение, передача акций в уставный фонд, завещания, мало чем отличаются по своей технике и этапам от сделки купли-продажи.

Договор купли-продажи ценных бумаг может заключаться между лицами, которые ранее приобрели ценные бумаги для владения с целью получения доходов в виде дивидендов или роста курсовой стоимости. Договора купли-продажи могут заключаться и между профессионалами - брокерами-дилерами. Причем брокеры могут выступать либо в качестве комиссионеров на основании договора комиссии, либо в качестве поверенных на основании договора-поручения. Главной отличительной чертой договора-комиссии является то, что брокер (комиссионер) действует по поручению и за счет, но не от имени клиента (комитента).

Комиссионер в исполнении договора-комиссии, заключенного с комитентом, совершает сделку купли-продажи от собственного имени. Подавляющее большинство сделок на фондовом рынке мира происходит все же при посредничестве брокеров, которые выступают при этом в качестве комиссионеров.

Таким образом, реальных продавцов и реальных покупателей в чистом виде (то есть лиц, которые участвуют в сделке не как посредники) обычно обслуживают брокеры и договора купли-продажи ценных бумаг заключаются именно между этими брокерами. Следует отметить также, что брокеры-дилеры не только осуществляют посреднические функции при заключении сделки между "чистыми" покупателями и продавцами ценных бумаг, но и совершают значительное количество сделок за свой собственный счет - как с "чистыми" покупателями и продавцами ценных бумаг, так и между собой.

Именно профессионалы рынка ценных бумаг более других его участников заинтересованы в унификации и стандартизации процедур совершения сделок с ценными бумагами, поскольку это их каждодневная работа, и именно они намного чаще других сталкиваются с проблемами и последствиями такой неупорядоченности.

Самой популярной и общепринятой организационной формой торговли ценными бумагами, обеспечивающей работу в соответствии с четкими, постоянными и единообразными правилами осуществления операций с ценными бумагами является фондовая биржа. Биржа устанавливает определенные принципы торговли ценными бумагами, допуск к участию в торгах только профессиональных участников, наличие четких торговых процедур, сосредоточение заключения сделок в определенном месте, временные рамки, контроль за исполнением сделок как со стороны профессиональных участников рынка ценных бумаг, так и со стороны государства.

Помимо биржи, в современном рыночном пространстве имеет место множество других систем торговли ценными бумагами, которые менее формализованы, регламентированы и организационно менее оформлены. Эти системы относятся к внебиржевому рынку. Биржевой и внебиржевой фондовые рынки выработали адекватные им способы заключения договоров, различающиеся между собой по технике и некоторым другим признакам. На

фондовых биржах, имеющих классические традиции, сделки между участниками, как правило, заключаются в устной форме или в форме обмена стандартными бумажными записками. На фондовых биржах, использующих электронные технологии торговли, факт заключения сделки фиксируется в главном процессоре (компьютере) операционного зала. На внебиржевом рынке сделки заключаются устно (по телефону, с записью переговоров на магнитную ленту), по телексу, по специализированным электронным сетям. Следует отметить, что сделки редко заключаются путем одновременного подписания обеими сторонами двустороннего письменного документа.

В результате первого этапа сделки происходит составление каждым участником своих внутренних учетных документов, отражающих факт заключения сделки и ее основные параметры. В зависимости от применяемой технологии заключения сделки это могут быть подписанные бланки договоров купли-продажи ценных бумаг, записи в журналах операций, брокерские и маклерские записки, рапорты трейдеров, отметки на бланках исполненных заявок, записки контрагентов по сделкам, распечатки телексных и факсимильных сообщений, отчетные компьютерные файлы и их бумажные распечатки.

Заключение договора купли-продажи ценных бумаг означает начало целой серии сложных комплексных операций, которые должны быть осуществлены прежде, чем сделка подойдет к своему завершению - моменту, когда ценные бумаги окажутся в собственности покупателя, а денежные средства окончательно поступят в распоряжение продавца. День заключения договора купли-продажи ценных бумаг в экономической литературе обозначают буквой Т (от английского "deal" - сделка). Остальные этапы сделки происходят несколько позднее. День их совершения обычно соотносят с днем первого этапа - днем "Т". Если, к примеру, все этапы сделки полностью завершились на третий рабочий день после заключения договора, то принято считать, что сделка завершена в день "Т+3".

Определение общего срока сделки имеет очень важное значение для участников рынка ценных бумаг, поскольку право собственности на передаваемые ценные бумаги переходит к новому владельцу не в момент заключения сделки купли-продажи, а толь-

ко в момент исполнения. До этого времени на протяжении всех этапов сделки владельцем продаваемой ценной бумаги остается продавец.

Сверка параметров по осуществляемой сделке

Это второй этап сделки купли-продажи. Задача этого этапа заключается в том, чтобы предоставить участникам возможность урегулировать все случайные расхождения в понимании сути и предмета заключенной сделки. Это особенно важно для тех рынков, где сделки заключаются устно или путем обмена письменными записками. Именно в таких системах наиболее вероятны различное понимание нюансов сделки и технические ошибки. Документы, составлением которых завершается первый этап сделки, служат для оформления специальных справочных документов, предназначенных для использования на втором этапе сделки.

После заключения сделки стороны должны обменяться этими дополнительными сверочными письменными документами. В них дублируются все существенные параметры сделки.

На этом этапе контрагенты сравнивают свои внутренние учетные документы (оформленные по итогам первого этапа) с документами, полученными от контрагента. Если при этом не выявляется расхождений, сверка считается произведенной (завершенной).

Международные стандарты и нормы предполагают организацию работы биржевых и внебиржевых систем таким образом, чтобы сверка завершалась не позднее периода "Т+1". Это время дается контрагентам для того, чтобы стороны могли выявить возможные расхождения, своевременно их откорректировать, отменить сделку или отложить ее исполнение до разбирательства в суде, третейском суде или органе, выполняющем подобную функцию. Если же сверка не будет произведена, стороны, ошибочно понимая ее суть, после перехода к стадии исполнения обязательств по сделке могут столкнуться с непредвиденными препятствиями. Так, некоторые торговые системы не предусматривают сверку как специально выделенную процедуру. При этом считается, что стороны, которые определили параметры сделки непосредственно в момент заключения договора, согласны пропустить этап сверки. Однако такой вариант возможен только тогда, когда контрагенты, заключая сделку, уверены, что полностью поняли друг друга. Такая уверенность может существо-

вать обычно в двух случаях: а) при заключении сделки в письменной форме с подписанием общего единого договора; б) в современных компьютерных биржевых системах, где ввод сделки с терминала считается одновременно и согласием на сверку. В данном случае дальнейшему нормальному течению событий может помешать либо грубая ошибка одной из сторон, либо неисправность в работе компьютера. Такие сделки, "проскакивающие" этап сверки, называются "зафиксированными". Итоговыми документами второго этапа, опять-таки в зависимости от применяемой техники, могут быть письменные записки, телексные или факсимильные распечатки от контрагента, компьютерные файлы или письменные документы (листы сверки) от специальной сверочной организации, подтверждающие факт завершившейся сверки. Эти документы, как правило, передаются участникам сделки. Они служат основанием для проведения следующих этапов сделки.

Клиринг – это комплекс процедур, начинающихся после сверки и завершающихся непосредственно перед исполнением сделки. Клиринг не включает непосредственно переводы денежных средств или передачу ценных бумаг. Клиринг – это то, что предшествует денежным платежам и поставкам фондовых ценностей. Этап клиринга состоит из двух процедур:

1. Процедура анализа итоговых сверочных документов на подлинность и правильность оформления. Если этап сверки завершается формированием компьютерных файлов, то клиринг начинается с проверки ключей шифрования и защиты принимаемой информации.

2. Процедура вычисления денежных сумм, которые подлежат переводу, и количества ценных бумаг, которые должны быть поставлены по итогам сделки. Кроме суммы платежа за купленную бумагу, уплате могут подлежать налог на операции с ценными бумагами (если он введен в данной стране), биржевые сборы, комиссионные брокерам и т.п. Может также применяться взаимозачет встречных требований, которые возникли по разным сделкам и должны быть исполнены одновременно.

Заключая сделку купли-продажи, оба контрагента приобретают определенные права и обязанности. Покупатель, например, приобретает право по отношению к продавцу требовать поставки

причитающегося количества ценных бумаг и одновременно становится обязанным уплатить соответствующую сумму денег. Продавец же становится обязанным поставить ценные бумаги и приобретает право требовать причитающуюся ему сумму денег. В итоге продавец и покупатель становятся по отношению друг к другу одновременно кредиторами и должниками. Их обязательства будут исполнены, а требования удовлетворены только на заключительном этапе сделки На этапе клиринга производится определение и вычисление их взаимных требований и обязательств. Различают несколько способов расчета сумм, подлежащих уплате и количества ценных бумаг, подлежащих поставке. Главным фактором, определяющим конкретный способ и процедуру вычислений, является избранный способ организации взаимозачета встречных требований.

В некоторых системах торговли (обычно на внебиржевом рынке), не производится никакого встречного зачета требований. Каждая сделка исполняется отдельно от других сделок в полном соответствии с теми параметрами, с которыми она была заключена. В этом случае на этапе клиринга для продавца по каждой конкретной сделке производится вычисление количества ценных бумаг, которое должен поставить, и суммы денежных средств, причитающихся ему, за минусом различных сборов и налогов. Для покупателя по каждой отдельной сделке рассчитываются количество причитающихся ему ценных бумаг и сумма денежных средств, которую он должен уплатить контрагенту плюс различные налоги и сборы.

Взаимозачет встречных требований применяется почти на каждой современной бирже для снижения количества платежей и поставок ценных бумаг по сделкам, заключаемым членами биржи. Так как на крупных фондовых биржах ежедневный оборот по ценным бумагам составляет многие сотни тысяч сделок и в течение одной торговой сессии продаются и покупаются десятки миллионов ценных бумаг, осуществлять такие сделки "один к одному" неэффективно. Чтобы снизить количество и упростить алгоритм осуществления платежных операций по итогам биржевых торгов в подобных случаях применяется взаимозачет, который, несмотря на некоторое усложнение процедуры клиринга, существенно сокращает затраты участников сделок на организацию централизо-

ванной клиринговой системы по сравнению с их потенциальными издержками с накладными и прочими расходами на раздельное осуществление платежей и поставок по каждой конкретной сделке. Взаимозачет может быть двусторонним и многосторонним.

Двусторонний взаимозачет. Он применяется достаточно редко, в основном на внебиржевом рынке в отношениях между доверяющими друг другу сторонами, а также на небольших фондовых биржах с небольшим числом участников и малым оборотом (на биржах развивающихся стран). При этом производится попарное (по каждой паре контрагентов сделки) вычитание требований одного контрагента из требований другого до тех пор, пока после включения в расчет всех сделок определенного периода времени не будет установлено чистое сальдо одного контрагента другому. В завершение данной процедуры сделки каждая из сторон обязана исполнить свои обязательства и удовлетворить свои требования. Если применяется взаимозачет, то удовлетворение многих встречных требований происходит одновременно единым платежом (или поставкой).

Многосторонний взаимозачет подразделяется на два типа: без участия клиринговой организации в качестве стороны в расчетах и с участием таковой. При любом из этих двух типов вычисление (вторая процедура клиринга) начинается с того, что по каждому участнику клиринга производится калькуляция его собственных чистых требований или чистых обязательств по всем включаемым в расчет сделкам за установленный период. Из всех требований данного участника вычитаются все его обязательства и таким образом определяется чистое сальдо, которое именуется "позицией". Позиция "закрыта", если сальдо равно нулю и "открыта", если сальдо отлично от нуля. В случае положительного сальдо, то есть когда объем требований участника превышает его обязательства, считается, что у него открыта "длинная позиция". Если сальдо отрицательное, то есть участник клиринга должен больше, чем должны ему, то считается, что у него "короткая позиция". По итогам взаимозачета среди участников клиринга отдельно по каждому виду ценных бумаг и по денежным средствам выявляются те, кто имеет короткие позиции, и те, кто имеет длинные позиции (нетто-кредиторы). Сальдо встречных требований, определенное путем их взаимозачета, говорит о том,

какую сумму денежных средств или ценных бумаг по итогам клиринга каждый участник должен отдать и получить на завершающем этапе сделки. Окончательный платеж или поступление именуется "ликвидацией позиции" или "урегулированием позиции".

В экономической литературе применение на этапе клиринга механизма многостороннего взаимозачета с вычислением чистых позиций участников сделок именуется как "нэттинг".

При одном методе многостороннего взаимозачета после вычисления позиций всех участников клиринга производится определение пар участников "кредитор-должник" таким образом, чтобы свести к минимуму число платежей (поставок ценных бумаг) от должников к кредиторам. Сторонами в окончательных расчетах по регулированию позиций являются те же лица, которые были участками сделок. При этом комбинации пар "кредитор – должник" одного цикла клиринга к другому могут меняться.

При другом методе в качестве стороны по урегулированию позиций участников торгов выступает клиринговая организация. Урегулирование позиции каждого участника осуществляется против клиринговой организации. Последняя выступает единым кредитором для всех должников и единым должником по отношению ко всем кредиторам. Таким образом, урегулирование позиций всех должников производится путем платежа (поставки) в пользу клиринговой организации, а урегулирование позиций всех кредиторов производится путем получения денежных средств (ценных бумаг) с этой клиринговой организацией. Урегулирование позиции участников торговли против клиринговой организации, а не против друг друга, то есть полная смена сторон на этапе исполнения по сравнению с этапом заключения сделок в экономической литературе именуется как "новэйшн". Метод "новэйшн" считается более удобным, так как у каждого участника на этапе исполнения сделок оказывается только один контрагент – клиринговая организация, в пользу которой надо перечислить сумму задолженности или от которой надо получить сумму причитающихся денежных средств или ценных бумаг. Именно этот метод нашел применение в большинстве клиринговых систем.

Третья процедура клиринга заключается в оформлении расчетных документов, направляемых на исполнение в денежно-расчетную систему и систему, обеспечивающую поставку ценных бумаг.

Процентный риск - риск потерь, которые могут понести инвесторы в связи с изменением процентных ставок на рынке. Как известно, рост рыночной ставки процента ведет к понижению курсовой стоимости ценных бумаг, особенно облигаций с фиксированным процентом. При повышении процентной ставки может начаться массовый выпуск ценных бумаг, эмитированных под более низкие проценты и по условиям выпуска досрочно принимаемым обратно эмитентом. Процентный риск несет инвестор, вложивший свои средства в средне- и долгосрочные ценные бумаги с фиксированным процентом при текущем повышении среднерыночного процента в сравнении с фиксированным уровнем (т.е. инвестор мог бы получить прирост доходов за счет повышения процента, но не может высвободить свои средства, вложенные на указанных выше условиях). Процентный риск несет эмитент, выпустивший средне- и долгосрочные ценные бумаги с фиксированным процентом при текущем понижении среднерыночного процента в сравнении с фиксированным уровнем (т.е. эмитент мог бы привлекать средства с рынка под более низкий процент, но он уже связан с условиями выпуска ценных бумаг).

Отзывной риск - риск потерь для инвестора в случае, если эмитент отзовет отзывные облигации в связи с превышением фиксированного уровня процентных выплат по ним над текущим рыночным процентом.

Политический, социальный, экономический риски - вложения средств в ценные бумаги предприятий, находящихся под юрисдикцией стран с неустойчивым социальным и экономическим положением, с недружественными отношениями к стране, резидентом которой является инвестор. В частности, политический риск - риск финансовых потерь в связи с изменением политической системы, расстановки политических сил в обществе, политической нестабильностью.

Региональный риск - риск, в особенности свойственный монопродуктовым районам. При кризисе власти региональные риски могут возникать в связи с политическим и экономическим сепаратизмом отдельных регионов. Высокий уровень региональных рисков связан также с угнетенным состоянием хозяйства ряда районов.

Отраслевой риск - риск, связанный со спецификой отдельных отраслей. С позиции этого вида риска отрасли можно подразде-

лить на подверженные циклическим колебаниям, на умирающие, стабильно работающие, быстро растущие. Отраслевые риски проявляются в изменениях инвестиционного качества и курсовой стоимости ценных бумаг и соответствующих потерях инвесторов в зависимости от принадлежности отрасли к тому или иному типу и правильности оценки этого фактора инвесторами.

Риск предприятия - риск, сходный с отраслевым и во многом производный от него. Вместе в тем свой вклад в изменение рисков вносит тип поведения предприятия. Это может быть консервативное предприятие, которое не преследует стратегии расширения, универсализации и предпочитает, заняв одну или несколько ниш на рынке, получать все выгоды от максимальной специализации своих работ, высокого качества продукции (услуг) и стабильной клиентуры. Иная степень риска будет присуща ценным бумагам агрессивного предприятия, может быть, только что созданного.

Валютный риск - риск, связанный с вложениями в валютные ценные бумаги, обусловленный изменениями курса иностранной валюты.

Капитальный риск - риск существенного ухудшения качества портфеля ценных бумаг, что приводит к необходимости масштабных списаний потерь и как следствие - к значительным убыткам и может затронуть капитал банка, вызывая необходимость его пополнения путем выпуска новых ценных бумаг.

Риск поставки - риск невыполнения продавцом обязательств по своевременной поставке ценных бумаг. Особенно велик этот риск при проведении спекулятивных операций ценных бумаг, основанных на коротких продажах. Продавец реализует ценную бумагу, которой у него нет в наличии и которую он только собирается приобрести к моменту поставки. Риск может реализовываться и по техническим причинам (несовершенство депозитарной и клиринговой сети).

В связи с выбором той или иной модели системы клиринга исполнения сделок с ценными бумагами возникает *специфический риск*, который должны учитывать все участники фондового рынка. Этот риск не связан с типом финансовых инструментов. Выделяют несколько источников такого риска.

Первый из них связан с тем, что между этапом заключения сделки и этапом его исполнения всегда должен пройти опреде-

ленный срок. Если даже на момент заключения сделки оба контрагента были платежеспособны, то нет абсолютной гарантии того, что это положение обязательно сохранится к моменту исполнения сделки. Если к моменту исполнения сделки выявится, что одна из сторон не может исполнить своих обязательств по сделке (заплатить деньги или поставить ценные бумаги), то, очевидно, вторая платежеспособная сторона не станет исполнять свои обязательства. В результате сделка останется неисполненной. Вторая платежеспособная сторона могла бы заключить договор с другим контрагентом на другую сделку и попытаться возместить потери от сорвавшейся сделки, но и здесь нет гарантии того, что и в этом случае новый контрагент выполнит свои обязательства. Потерпевшая платежеспособная сторона, не получив причитающихся ей денежных средств или ценных бумаг, не сможет, в свою очередь, исполнить свои обязательства перед третьими лицами. Чтобы не допустить цепочки неплатежей, потерпевшая сторона вынуждена будет заключить аналогичную сделку на невыгодных для себя условиях. Риск, связанный с подобной ситуацией, возникающий по причине движения конъюнктуры называют "риском понесения убытков по возмещению".

Второй источник риска связан с тем, что при исполнении сделки денежный платеж и встречная поставка ценных бумаг могут происходить неодновременно. Если одна из сторон выполнит свои обязательства по заключенной сделке, а вторая не сможет выполнить свои (например, по причине банкротства или временного отсутствия ценных бумаг или денежных средств), то для добросовестной стороны наполовину неисполненная сделка несет прямой немедленный убыток. Риск понесения такого убытка называется "риском потери основной суммы долга", поскольку при этом риску подвержена вся сумма, вовлеченная в сделку.

Третий тип риска связан с первыми двумя и может возникнуть при тех же обстоятельствах. Он возникает тогда, когда недобросовестная сторона, оставаясь в целом платежеспособной, лишь на время задерживает исполнение своих обязательств по заключенной сделке. Если это становится ясным в промежуток между заключением сделки, то исполнение просто переносится обеими сторонами на более позднее время. Если же это становится ясным после того как добросовестная сторона уже исполнила

свои обязательства, то отодвигается во времени только вторая часть исполнения сделки. В обоих случаях сделка будет совершена, но только в более поздний срок. И в обоих случаях добросовестная сторона несет риск неисполнения своих собственных обязательств перед третьими лицами по другим сделкам. Возникает риск цепочки неплатежей. Если пострадал покупатель, своевременно не получивший встречную поставку ценных бумаг, то такому покупателю необходимо либо занять у кого-либо эти ценные бумаги, либо купить эти ценные бумаги за счет привлечения денежной ссуды для того, чтобы выполнить свои собственные обязательства по поставке ценных бумаг по другим сделкам. Если пострадал продавец ценных бумаг, не получивший вовремя встречный платеж, то такому продавцу необходимо где-то занять недополученную сумму, чтобы заплатить тому, кому он сам, в свою очередь, должен по другим сделкам. Таким образом, пострадавшая сторона несет дополнительные расходы по привлечению средств для решения временных проблем со своей ликвидностью, а также дополнительные накладные расходы по совершению компенсирующих операций. Вышеописанный тип риска именуют "риском ликвидности".

Собственными средствами организаций, обслуживающих рынок ценных бумаг, из трех вышеописанных видов риска может быть полностью устранен только один - риск потери основной суммы долга. Устранение этого риска происходит, если применяется принцип "Поставка против платежа". Главное в этом принципе - не допустить неодновременного осуществления денежного платежа и поставки ценных бумаг. Согласно этому принципу, либо оба процесса происходят единовременно и сделка исполняется в положенный срок, либо ни один из процессов не производится вовсе. В последнем случае сделка либо совсем не исполняется и все сводится к риску возмещения, либо сделка исполняется позднее и все сводится к риску ликвидности.

Риск возмещения и риск ликвидности инфраструктурой фондового рынка не могут быть устранены в принципе. Этот риск возникает по причинам, лежащим вне сферы влияния организаций, обслуживающих рынок ценных бумаг. Так, всегда существует риск банкротства или временной неплатежеспособности любого субъекта рыночной экономики. Если этот субъект оказался

вовлеченным в операции с ценными бумагами, то этот риск может повлиять на контрагентов по фондовому рынку.

Применяются следующие способы контроля и минимизации неустраняемого риска, конкретные комбинации, применение которых зависит от особенностей того или иного рынка:

1. Фондовые биржи или расчетно-клиринговые организации предъявляют определенные минимальные требования к профессиональному составу участников, их финансовому состоянию и репутации. Нельзя стать членом биржи или клиринговой организации, не достигнув определенных показателей работоспособности и надежности. Нельзя оставаться членом биржи или расчетно-клиринговой организации, снизив за время членства свои финансовые показатели. Чем надежнее каждый из участников системы, тем меньшему риску подвергаются все остальные участники.

2. Фондовые биржи и расчетно-клиринговые организации могут устанавливать различные лимиты на операции участников, например, лимит на размер короткой позиции каждого участника. В случае, если какой-либо из участников заключил такой объем сделок, который сделал его должником на сумму лимита, то такому участнику запрещается заключать сделки, по которым сумма его долга может возрасти. Чем строже лимиты, тем меньше могут быть лимиты взаимной задолженности участников и ниже риск.

3. Клиринговые организации вводят способы распределения риска между всеми участниками системы. Типичными примерами являются применение методов "неттинг" и "новэйшн". "Неттинг", или вычисление чистого сальдо требований или обязательств (позиции) для каждого участника, определяет размер требований каждого кредитора ко всем должникам или размера долга каждого должника по отношению ко всем кредиторам - без указания конкретных пар "должник - кредитор". В этом случае при невыполнении одним из должников своих обязательств риск может быть равномерно распределен между всеми кредиторами. "Новэйшн", или исполнение сделок не попарно, а против клиринговой организации, дает возможность технически сконцентрировать управление рисками в едином центре и применять методы, описываемые ниже.

4. Участники торгов могут создать специальный резервный фонд, за счет которого компенсируются убытки от неисполнения или несвоевременного исполнения сделок отдельными уча-

стниками. Управлять и расходовать средства этого фонда по назначению, как правило, доверяют клиринговой организации.

5. Участники фондового рынка с помощью клиринговой организации могут создать систему распределения убытков в случае возникновения по причине неисполнения отдельными участниками своих обязательств по сделкам. Например, может быть установлено, при неисполнении обязательств одним должником все кредиторы текущего дня недополучают приходящуюся на них долю убытков.

6. Непосредственно клиринговая организация или участники торговли через клиринговую организацию применяют механизм кредитования тех должников, которые испытывают временные платежные затруднения. Кредитором при этом могут выступать как сами участники (на долях), так и клиринговая организация за счет собственных или выделенных участниками средств.

7. Может существовать солидный "внешний" гарант, который берет на себя покрытие убытков в случае их возникновения при неисполнении сделок, или который гарантирует предоставление кредита участникам системы, или клиринговой организации для покрытия убытков или кредитования временно неплатежеспособного участника системы. Таким образом, риск цепочки неплатежей не просто перераспределяется внутри круга участников рынка, но и частично снимается с участников рынка и перекладывается на внешнего гаранта. Внешним гарантом может быть консорциум крупных банков или финансовых компаний. Однако самым надежным вариантом является привлечение в качестве гаранта соответствующего Центрального банка.

Вышеуказанные механизмы контроля и управления рисками могут применяться на различных рынках в разных сочетаниях - вместе и по одному.

4.3. Биржа

Фондовые биржи

Фондовые биржи - это высокоорганизованные системы фондового рынка. Их предназначение - организация и создание условий для совершения сделок с ценными бумагами профессиональными участниками рынка ценных бумаг.

Особенностью фондовых бирж как институтов рынка ценных бумаг является то, что сами они непосредственно не осуществляют операций с ценными бумагами, а лишь создают условия для заключения сделок профессиональным участникам фондового рынка.

Фондовая биржа — это свободный рынок акций, облигаций и других ценных бумаг (фондов). На фондовом рынке владельцы ценных бумаг совершают при помощи членов биржи (играющих роль посредников) сделки купли-продажи.

В классическом виде фондовая биржа - это организованный профессиональными участниками постоянно действующий оптовый рынок лучших ценных бумаг, имеющий особые принципы торговли, процедуры допуска к торгам ценных бумаг и брокеров.

Главными специфическими особенностями классической фондовой биржи являются:

- допуск на биржу только лучших ценных бумаг, отвечающих определенным требованиям;
- допуск к биржевым торгам лиц, имеющих отношение к специальному институту членов фондовой биржи;
- наличие временного регламента торговли ценными бумагами и торговых процедур;
- централизация торговли в определенном месте;
- отрегулируемость биржи, то есть управление биржей осуществляется самими участниками биржевой торговли.

Фондовая биржа - особым образом организованный рынок ценных бумаг. Она имеет длительную историю развития.

Предшественницами бирж были ярмарки, которые в ходе своего развития постоянно усовершенствовали механизмы торгов. В XV веке большую известность получили ярмарки Венеции, Генуи, Флоренции. Параллельно с ними начали развиваться и товарные биржи. В переходный период от феодализма к капитализму появилась настоятельная потребность в специальном инструменте, который бы связывал между собой хозяйственные отношения, и мог служить регулятором предложения ссудного капитала и спроса на него. Такой инструмент - в форме биржи - сформировался в XVI в. с развитием торговли между Испанией и Голландией. Биржа сложилась как регулярно действующий рынок по торговле определенными товарами непосредственно не выноси-

мыми на рынок, имеющими четкие качественные и количественные характеристики, подтверждаемые документами, и цены, официально устанавливаемые на основе спроса и предложения. На бирже осуществлялась торговля не просто товарами, а только такими, которые отвечали особым требованиям, а именно: товары должны были быть качественно однородными, могли быть количественно определены по числу, размеру или весу, могли быть заменены на любые другие товары из этой же партии. В 1531 г. была создана товарная биржа Антверпена, в 1566 г. - Лондона, в 1608 г.- Амстердама. Рост товарных бирж привел к выделению из их числа особых бирж, где торговали только специфическим товаром - ценными бумагами. Первоначально они существовали в форме вспомогательных отделов товарных бирж. Но расширение операций по обмену валют, появление в обращении коммерческих векселей создали необходимые предпосылки к созданию специализированного института торговли ценными бумагами - фондовых бирж. Рождение первой фондовой биржи ученые-историки относят к 1592 году, когда в Антверпене был опубликован список цен на ценные бумаги, продававшиеся на бирже. В конце XVI - XVII вв. на биржах появился новый товар - государственные ценные бумаги, а с возникновением английской Ост-Индской и голландской Вест-Индской компаний на биржах появляются первые акции.

В 1792 году в Соединенных Штатах была создана Нью-Йоркская фондовая биржа - крупнейшая из всех бирж мира. Вслед за ней - ряд фондовых бирж Европы. Экономисты считают, что первый этап развития фондовых бирж продолжался 200 лет. Биржевые операции, которые сами были результатом эволюции рынка, в свою очередь, способствовали расширению международной торговли, ускорению первоначального накопления капитала и, тем самым, переходу от феодального способа производства к развитому рыночному обществу.

Однако в первой половине XIX века фондовая биржа все же являлась второстепенным элементом в капиталистической системе хозяйствования. Основную массу ценных бумаг в этот период представляют государственные облигации. В европейских странах получили развитие акционерные банки. Строительство железных дорог только начиналось. Акционерная форма собственности де-

лала лишь первые шаги. В промышленности преобладали индивидуальные и семейные предприятия. Положение менялось по мере роста крупной промышленности, появления класса индустриальных миллионеров, интенсивного развития торговли, транспорта и прежде всего - железных дорог. Накопления отдельного капиталиста не могли найти себе полного применения лишь в расширении его собственного предприятия. Это давало мощный толчок развитию акционерного капитала. В то же время, все чаще и чаще акции создававшихся компаний покупались не для вложения их в реальный капитал, а с целью быстрой перепродажи по повышенному курсу. Биржевая торговля неоднократно прерывалась паниками и кризисами, причины которых были самыми разными. Ценные бумаги, как правило, были связаны с реальным капиталом. Биржевые цены формировались, прежде всего, под воздействием спроса и предложения. Большое влияние на них оказывали общая экономическая обстановка, политические события, а также конкурентная борьба биржевых спекулянтов, начавших широко использовать печать и другие методы воздействия на психику людей, участвующих в торговле ценными бумагами. История изобилует многочисленными примерами фальсификации сведений о состоянии дел в акционерных обществах, причем жертвами последних были, как правило, мелкие акционеры. Регулирование биржевых операций было незначительным. Институты защиты прав небольших инвесторов практически отсутствовали. Поэтому фондовую биржу XIX века иногда называют «дикой» биржей.

С конца XIX и начала XX столетий происходит ускорение развития производства и оживление рынка. Особенно интенсивно начинают развиваться промышленность и торговля в период после первой мировой войны. Отражением этих процессов явилось резкое увеличение выпуска в обращение ценных бумаг и торговля ими. Увеличению биржевого оборота способствовал получивший широкое распространение кредит. В биржевую торговлю, в том числе с использованием кредита, были вовлечены десятки миллионов средних и мелких частных инвесторов. Обороты бирж в течение первых трех десятилетий, за исключением периода первой мировой войны, резко возросли. Именно в этот период фондовые биржи заняли свое место в одном ряду с важнейшими институтами рыночной экономики.

Октябрьский, в 1929 году, крах Нью-Йоркской фондовой биржи положил начало мировому экономическому кризису 1929-1933 гг. Огромное количество людей, вложивших свои деньги в ценные бумаги, обанкротилось. Экономика США и ряда других богатейших стран мира была поставлена на грань катастрофы. Грандиозные потрясения того времени ознаменовали начало новой эры в развитии биржевого фондового рынка.

В Великобритании биржевой рынок начал активно формироваться столетие спустя — в 1773 г., несколько раньше — во Франции, а затем — в США; Японии — в 1900 г. Биржевой рынок в Японии начал развиваться намного позднее, чем в Европе, в частности, фондовый рынок в современном его понимании фактически возник в Японии лишь после второй мировой войны. Но уже к концу XX столетия японский биржевой рынок по своей величине уверенно входит в тройку крупнейших рынков вместе с США и Великобританией.

Способы контроля на рынке ценных бумаг

Применяются следующие способы контроля и минимизации неустраняемых рисков, конкретные комбинации в применении которых зависят от особенностей того или иного решения.

Во-первых, фондовая биржа особенно клиринговые организации предъявляют определенные минимальные требования к профессиональному составу участников, их финансовому состоянию и даже репутации. Нельзя стать членом биржи или клиринговой организации не достигнув требуемых показателей работоспособности и платежности. Нельзя оставаться членом биржи или клиринговой организации, если за время членства финансовые показатели станут ниже требуемых. Понятно, что чем надежнее каждый из участников системы, тем меньшему риску подвергаются все остальные участники. Однако можно установить такие требования, которые будут по плечу только немногим. В этом случае система высоконадежна, но неэффективна из-за участников. Задачей организаторов инфраструктуры фондового рынка является нахождение приемлемого компромисса между надежностью системы и ее масштабом. Клиринговые организации могут устанавливать различные лимиты на операции участников.

Типичным примером является установление минимального размера лимита короткой позиции каждого участника. В случае,

если какой-либо участник торгов заключил такой объем сделок, который сделал его должником на сумму лимита, то такому участнику далее запрещается заключать сделки по которым сумма его долга может возрасти, чем лимиты строже, тем меньше могут быть суммы взаимной задолженности участников. Однако чрезмерное ужесточение лимитов ведет к снижению оборота торговли и стагнации рынка. Необходим компромисс между надежностью и объемом риска, организации вводят способы распределения рисков между всеми участниками системы. Применение методов нэттинг и новэйшн являются типичными примерами. Вычисление чистого сальдо требований или обязательств (позиции) для каждого участника определяет размер требований кредитора ко всем должникам или долга каждого должника по отношению ко всем кредиторам без указания конкретных пар "должник - кредитор". В этом случае при невыполнении одним из должников своих обязательств риск может быть равномерно распределен между всеми кредиторами. Обязательство исполнения сделок не попарно, а против клиринговой организации, дает возможность технически сконцентрировать управление рисками в едином центре и применять методы, описываемые ниже.

Во-вторых, участники торговли могут создать специальный резервный фонд, за счет которого компенсируются убытки от неисполнения или несвоевременного исполнения сделок отдельными участниками. Управлять средствами этого резервного фонда и расходовать их по назначению, как правило, доверяют клиринговой организации. Участники фондового рынка с помощью клиринговой организации могут создать систему распределения убытков в случае их возникновения по причине неисполнения отдельными участниками своих обязательств по сделкам. Например, может быть установлено, что все кредиторы текущего дня недополучают приходящуюся на них долю убытков.

В-третьих, непосредственно клиринговая организация или участники торговли через клиринговую организацию применяют механизм дотации тех должников, которые испытывают временные платежные затруднения. Кредитором при этом могут выступать как сами участники (на долях), так и клиринговая организация за счет собственных или выделенных участниками средств.

В-четвертых, может существовать крупный гарант, который берет на себя покрытие убытков в случае их возникновения при неисполнении сделок (чего почти не бывает) или (что бывает очень часто), который гарантирует предоставление кредита участникам системы или клиринговой организации для покрытия убытков или кредитования временно неплатежеспособного участника системы. Таким образом риски цепочки неплатежей не просто перераспределяются внутри круга участников рынка, но частично снимаются с участников рынка и перекладываются на внешнего гаранта. При этом гарант имеет право предъявлять собственные требования к конструкции системы фондового рынка, чтобы посредством этих требований обезопасить себя от излишних рисков.

Внешним гарантом может быть консорциум банков или финансовых компаний. Однако самым надежным вариантом является привлечение в качестве гаранта соответствующего Центрального банка. Платежеспособность Центрального банка сомнений не вызывает. Центральный банк может производить платежи в счет предоставления кредитов непосредственно по счетам банков-участников в своей централизованной системе расчетов, что, как правило, быстрее и надежнее. Кроме того, Центральный банк в определенном смысле является нейтральным лицом в конкурентной борьбе участников рынка, и его привлечение не вызывает обострения ненужных конкурентных противоречий между различными финансовыми группами.

Фондовые биржи в системе фондового рынка

Такие высокоорганизованные системы фондового рынка, как фондовые биржи, в состоянии не просто опосредовать заключение сделок, но с помощью "дружественных" или дочерних клиринговых организаций создавать надежные системы контроля и управления рисками. Именно этот факт придает биржам значительное преимущество в конкуренции с многочисленными внебиржевыми системами. Даже развитие современных средств связи и вычислительной техники не смогло значительно ослабить позиции фондовых бирж.

Может показаться, что фондовые биржи растворяются во внебиржевом рынке благодаря тому, что вводят системы электронной торговли и режима удаленного доступа. Однако в большинстве случаев это не так. Главная особенность и главное преимущество фон-

довых бирж заключается в наличии общего места торга (биржевого зала). Преимущество – в четкой организационной структуре, отработанность всех этапов совершения сделок с ценными бумагами.

Если попытаться заглянуть в будущее и предсказать направление развития инфраструктуры фондового рынка, то можно предположить, что будущее – за электронными биржами, а если быть точнее - за комплексными системами бирж - клиринговый центр - депозитарий.

Операции на бирже

Биржевые операции заключаются путем сделок в ходе торгов между продавцами и покупателями.

Биржевая сделка - это соглашение о взаимной передаче прав и обязанностей в отношении биржевого товара, допущенного к обращению на бирже, находящее отражение в биржевом договоре (контракте), заключенном участниками биржевой торговли в ходе биржевых торгов.

Определение биржевой деятельности. В основе любой биржевой деятельности лежит биржевая торговля, которая организуется ее постоянными участниками для облегчения самого процесса торговли, для выработки ее более эффективного механизма, а впоследствии для защиты интересов как продавцов, так и покупателей от неблагоприятных изменений цен. Таким образом, биржевая деятельность с позиции ее участников представляет собой самостоятельную форму коммерческой деятельности с целью получения прибыли.

Свойства биржевой деятельности. Основными чертами и свойствами биржевой деятельности являются следующие фондовые и валютные биржи. Мировой рынок ценных бумаг концентрируется в местах производства и потребления товаров, а также в финансовых центрах:

- ведется по специфическим видам базисных активов, крупными пзртиями или в больших объемах;
- проводится регулярно;
- отличается гласностью и открытостью торгов;
- характеризуется свободным ценообразованием;
- ведется биржевыми посредниками.

Биржа выполняет следующие основные функции:

- выявление и регулирование рыночных цен;

- гарантирование выполнения сделок;
- всесторонняя организация биржевых торгов;
- разработка и стандартизация биржевых контрактов;
- информационная деятельность.

Каждая биржа самостоятельно определяет регламент проведения и заключения биржевых операций. Кроме того, она разрабатывает специальные правила, регулирующие отношения между контрагентами по поводу:

- подготовки сделки;
- непосредственного совершения сделки;
- оформления заключенной сделки;
- ее исполнения;
- расчетов по сделкам.

Этапы биржевой сделки. Любая биржевая сделка может быть расчленена на три этапа: первый этап оформление и регистрация заявок; второй — принятие заявок в биржевой торг и их исполнение при заключении сделок; третий этап — регистрация биржевой сделки на бирже и расчеты по сделкам.

Брокеры и дилеры. В мировой биржевой практике существует два вида агентов — брокеры и дилеры. Брокеры — это финансовые посредники, регулирующие на биржевом рынке по договору комиссии, т.е. выполняют поручения клиента от его имени за фиксированное комиссионное вознаграждение, дилеры — это финансовые посредники, осуществляющие финансовые операции исключительно от своего имени и за свой счет на основе договора поручения. Условно их еще называют Быками и Медведями. Бык — тот, который скупает или сохраняет ранее купленные ценные бумаги в ожидании повышения цен. Медведь тот, кто стремится спровоцировать понижение цен путем продажи имеющихся у него на руках акций с тем, чтобы через какое-то время приобрести их по более низкой цене.

Валютные биржи

Валютные биржи создавались для организации и обслуживания иностранной валюты. Как уже отмечалось, в развитых странах определенно прослеживается тенденция к преобразованию биржевого валютного рынка. Отсутствие в этих странах жесткого валютного регулирования позволяет участникам беспрепятственно пользоваться внебиржевыми свойствами в целях купли-продажи иностранной валюты.

Особенности валютных бирж

Развитие валютных бирж по сравнению с другими их видами имело ряд существенных особенностей. В первую очередь это связано с тем, что до перехода на Генуэзскую валютную систему в 1922 г. между странами мира не существовало устойчивых и формализованных валютных отношений. Несмотря на то, что английский фунт имел золотое содержание еще с 1816 г., доллар США — с 1837 г., а немецкая марка — с 1875 г., до 1922 г. золото оставалось единственным общепризнанным платежным средством (за редким исключением). Прямые валютные курсы между валютами не рассчитывались, а устанавливались паритеты в соответствии с золотым содержанием валют. Таким образом, биржевым товаром выступали не валюты, а золото на биржах, больше носящих черты товарных (при расчетах любые золотые монеты взвешивались на весах). С 1922 г. начался активный процесс юридической и во многом фактической демонетизации золота — вначале с перехода к золотодевизному стандарту, а после 1971 г., и, в частности, в связи с принятием Ямайской валютной системы в 1976 г., к официальной демонетизации золота.

Возрастание роли валютных бирж. По мере демонетизации золота роль валютных бирж неуклонно возрастала. Однако коренной прорыв в начале 80-х годов в области персональных ЭВМ на фоне плавающих валютных курсов подвел черту в развитии валютных бирж, уступив место внебиржевым электронным системам. В настоящее время биржевая деятельность претерпевает существенные изменения. Уже несколько десятилетий национальные биржи развитых стран находятся под сильным воздействием таких факторов формирования международных экономических отношений, как интернационализация, интеграция и, соответственно, ускоренное движение капитала. Кроме того, практически полная отмена ограничений на перемещение капитала в последние два десятилетия в развитых странах, а также переход к режиму плавающих валютных курсов и приобретение национальными валютами (американский доллар, японская иена), статуса свободно используемых или свободно конвертируемых (СКВ) создали объективные предпосылки для перехода наиболее крупных национальных бирж в разряд международных.

Биржевой аукцион

Первый этап биржевой сделки — это заявка. После соответствующего оформления (заполнения) заявки вносятся в систему биржевой торговли.

В зависимости от типа биржи (открытая, закрытая), а также состояния рынка торгуемого актива, в первую очередь, его ликвидности, существуют различные формы проведения биржевого аукциона или торга. При небольшом объеме спроса или предложения торговля проводится в форме простого аукциона. Различают три вида простого аукциона:

1. Английский;
2. Голландский;
3. Заочный.

В современной международной практике состояние валютного рынка ценных бумаг характеризуется высокой ликвидностью. Это предопределяет выбор формы двойного аукциона. Существуют две формы двойных аукционов:

1. Онкольный;
2. Непрерывный.

При онкольном аукционе уполномоченный биржи концентрирует заявки на покупку и продажу, а затем устанавливает цену, максимизирующую биржевой оборот. Таким образом, устанавливается клиринговая цена, по которой продавцы и покупатели заключают сделки. Через некоторое время, по мере очередного поступления достаточного количества заявок, уполномоченные биржи снова устанавливают цену, максимизирующую биржевой оборот. В результате каждый «залп» очищает рынок от наибольшего количества заказов, крупнейшие из таких залповых рынков — это биржи Австрии, Бельгии и Германии, что свидетельствует о наличии постоянного спроса и предложения, о торгуемом активе, о ликвидности рынка и позволяет перейти к непрерывному аукциону.

Сделки на фондовых биржах. Под биржевыми операциями, или биржевыми сделками с ценными бумагами, понимают торговые сделки, направленные на установление, прекращение или изменение прав и обязанностей участников операций в отношении ценных бумаг, допущенных к котировке и обращению, заключенные в биржевом помещении в установленные часы работ биржи.

Фьючерсные сделки - это операции на товарной и фондовой биржах, при которых акция должна быть передана, а деньги уплачены в обусловленный срок в течение месяца.

Фьючерсные сделки представляют собой важный инструмент решения проблемы неопределенности цен. На Западе существуют организованные рынки будущих поставок многих товаров и ценностей таких, как пшеница, кукуруза, прочие зерновые, кофе, сахар, мед, мазут, фанера, денежные средства, казначейские билеты, некоторые виды облигаций и др. Цены на них подвержены значительным колебаниям. Поэтому образовались особые фьючерсные рынки, позволяющие заинтересованным лицам и организациям снизить степень риска, связанного с неопределенностью будущих продажных и повышенных цен.

На фьючерсном рынке заранее объявляется цена на поставку, например, пшеницы в будущем (в период до 1,5 года). Стандартный контракт (договор на поставку пшеницы) определяет ее количество и дату будущей поставки. За лучшим исключением, обязательства фьючерсных сделок выполняются в момент уплаты или получения разницы в цене, а не через поставки реального товара.

Виды опционов

Выделяют обычно следующие виды опционов:

Call (на покупку) — дает право его держателю купить актив;

Put (на продажу) — дает право его держателю продать актив.

Внебиржевой рынок опционов. Внебиржевой рынок в последние несколько десятилетий, по мере развития биржевого рынка, существенно сократился. Биржевая техника торговли опционами во многом схожа с фьючерсной торговлей. Как и фьючерсные контракты они являются стандартизированными контрактами и единственной оценкой является цена. Границы спрэда (разница между ценами покупки и продажи) устанавливаются самими биржами в зависимости от цен опциона. Такая система организации торгов обеспечивает высокую ликвидность контрактов, так как в любое время их можно купить или продать по определенной цене.

Международные биржи

Отмечена следующая закономерность в странах, в которых функционируют международные биржи: общее количество национальных бирж значительно сократилось, а в некоторых из таких стран в результате объединительного процесса функцио-

нируют всего по одной бирже на каждый вид торгуемого товара. Приобретение национальными валютами отдельных стран статуса свободно конвертируемой валюты (СКВ), и соответственно, отмена необходимости жесткого контроля над валютными биржами со стороны государства (в отличие от других видов бирж) способствовали непрерывному сокращению перспектив в будущей биржевой торговле валютой, о чем свидетельствуют современные тенденции мирового развития финансовой деятельности, что отмечается многими исследователями. Знаменательно и то, что ни в одной стране с «ключевой» или «твердой» валютой нет специализированной валютной биржи. Валютный рынок носит характер исключительно межбанковского.

Фьючерсные, опционные и другие срочные контракты на иностранную валюту распространены на соответствующих специализированных фьючерсных или опционных биржах. Поэтому в дальнейшем под международными валютными биржами в развитых странах скорее всего будут иметься в виду фьючерсные и опционные биржи. Отметим, что в настоящее время только в Германии по-прежнему функционирует высокоразвитый биржевой валютный рынок. В конце 90-х годов в мире существовало около 100 крупных бирж (кроме товарных), среди которых около 55 вошедших в список мировых рынков. Большинство из них было сосредоточено в США (13), затем в Японии (9) и Германии (9). Необходимо, прежде всего, отметить следующие международные биржи:

- Чикагская биржа опционов;
- Нью-Йоркская фьючерсная биржа;
- Лондонская международная биржа финансовых фьючерсов и опционов;
- Немецкая биржа срочных контрактов;
- Парижская биржа опционов;
- Сингапурская международная валютная биржа.

Среди фондовых бирж необходимо выделить следующие, имеющие глобальное значение по масштабу своих операций:

- Нью-Йоркская фондовая биржа;
- Токийская фондовая биржа;
- Лондонская фондовая биржа;
- Франкфуртская фондовая биржа;
- Парижская фондовая биржа.

Таким образом, международные биржи представляют собой особый вид постоянно действующего оптового рынка, участниками которого могут быть представители деловых кругов разных стран, на котором совершаются сделки купли-продажи на определенные товары, становящиеся объектами купли-продажи на этих рынках.

Особое значение имеет спекулятивный аспект деятельности международных бирж. Хотя он не настолько выражен, как на внебиржевых электронных системах, между деятельностью международных бирж и спекулятивными операциями существует прямая зависимость. Международные спекулянты охотятся за высокодоходными и в то же время надежными инвестиционными документами. А именно, биржевые рынки отличаются наиболее высокой надежностью, вследствие чего и притягивают огромные денежные средства спекулятивно настроенных инвесторов. И в этой их направленности огромное значение имеет интернет, как инструмент проведения молниеносных операций.

Нью-Йоркская фондовая биржа (НФБ). Нью-Йоркская фондовая биржа возникла в 1871 г. Свое нынешнее наименование биржа получила в 1863 г. В течение многих лет НФБ была добровольной ассоциацией, с 1972 г. она является некоммерческой корпорацией, находящейся в собственности своих членов. С 1953 г. количество членов НФБ остается неизменным — 1366. Для того чтобы стать членом биржи, необходимо приобрести на ней конкретное место, цена которого колеблется в зависимости от спроса и предложения. Примерно третью часть всех мест на бирже арендуют СМИ. Членами НФБ являются физические лица. Согласно уставу, любая фирма в настоящее время может стать ассоциированным членом НФБ, если ее сотрудник является членом биржи.

К торговле на НФБ допускаются только ценные бумаги, прошедшие листинг. В отличие от бирж европейских стран здесь нет так называемых ценных бумаг «второго» или «третьего» списка. На бирже существуют единые требования для всех ценных бумаг, которыми можно торговать на НФБ. При этом требования листинга на НФБ самые жесткие по сравнению с остальными биржами США и даже в сравнении с биржами, действующими в других странах мира. Например, торговля ценными бумагами осуществляется только в строго определенном для данной бумаги месте — у соответствующего торгового поста, которых в общей

сложности насчитывается 16 единиц. За каждым торговым постом закреплено несколько десятков акций.

Типы специалистов на бирже. Согласно правилам биржи, существует четыре типа специалистов:

- регулярные;
- вспомогательные — они могут брать на себя исполнение функций регулярных в их отсутствие;
- ассоциированные — они оказывают помощь регулярным, но не вправе объявить котировки и не могут совершать сделки за собственный счет;
- все их действия возможны только в присутствии регулярного или вспомогательного специалиста;
- временные — эти специалисты назначаются администрацией биржи при возникновении чрезвычайной ситуации или когда этого требует возросший объем операций.

На специалиста возложено выполнение следующих двух функций:

- выполнение лимитированных заявок, которые ему передают другие члены биржи, если текущая рыночная цена заметно отличается от цены, указанной в приказах. Исполняя эти заявки от имени других членов биржи, когда рыночная цена совпадает с ценой заявки, специалист дает возможность последним заниматься исполнением других приказов;
- деятельность в качестве дилера или принципиально за собственный счет, специалист должен, насколько это возможно, поддерживать рынок акций, за которые он несет ответственность. В случае возникновения временной диспропорции между спросом и предложением специалист обязан покупать или продавать «бумаги» за собственный счет, чтобы не допустить резкого изменения цен и придать рынку «глубину». Тем самым специалист обеспечивает преемственность и непрерывность динамики курса акций и увеличивает ликвидность рынка.

Другие действующие участники (главы) биржи. Брокеры торгового зала или двухдолларовые брокеры. Они выполняют поручения комиссионных брокеров, если они не успевают исполнить заказы.

Зарегистрированные трейдеры. По сути это те же дилеры, но в отличие от специалистов они не отвечают за результаты движения акций. Эти члены биржи имеют право совершать операции с любы-

ми ценными бумагами от своего имени и за собственный счет, однако выполнение поручений клиентов им запрещено.

Заявка. На НФБ существует несколько видов заявок на покупку-продажу ценных бумаг:

- рыночные/лимитированные;
- стоп-приказы;
- дневные/открытые (без указания срока).

В заявках могут оговариваться специальные условия их исполнения: исполнить по цене открытия, исполнить немедленно или отменить и др.

Процедура исполнения заявок на НФБ следующая: клиенты компаний по ценным бумагам, как правило, дают поручения «зарегистрированным представителям» по телефону. Условия заявки заносятся на карточку, с которой технический сотрудник фирмы вводит все необходимые данные в специальное устройство, которое по каналам связи передает приказ на НФБ. Приказ, разумеется, фиксируется, имея конкретные последствия в формах исполнения (или неисполнения, что случается крайне редко).

Все мелкие заявки (до 2000 акций) поступают из брокерских фирм непосредственно в компьютер специалиста (система), который самостоятельно исполняет их. Время между подачей заявки клиентом своему брокеру и ее исполнением составляет от 30 с до 1 мин. Обычно 15—20% всех заявок исполняется при открытии торгов. Все заявки, поступившие до начала торгов, сортируются, чтобы выявить общую картину спроса и предложения. Задача специалиста — на основе имеющихся лимитных заявок определить цену «бумаги» при открытии торгов. Все парные заявки удовлетворяются по единой цене — цене открытия торгов. Крупные заявки, как правило, поступают из брокерских фирм на биржу к их представителям. Получив очередной приказ, брокер выполняет его, однако только у соответствующего торгового поста. Если «приказ рыночный», а рынок акций в данный момент достаточно активен, он будет исполнен в так называемой «биржевой толпе» (т.е. в данном случае брокер может проявить «позитивную инициативу»).

Более сложная ситуация возникает, когда брокеру поступает «лимитный приказ». В этом случае брокер доверяет специалисту исполнение заявки на комиссионных началах; в свою очередь

специалист заносит эту заявку в свою так называемую «записную книжку».

Особенности. Рассмотренные механизмы торговли применяются обычно в случаях совершения сделок с относительно небольшими пакетами акций. Когда речь идет о сделках с крупными блоками акций, вполне очевидно, что они предварительно прорабатываются за пределами торгового зала фондовой биржи, но обязательно исполняются в торговом зале — это ключевое требование рынка. Но другое требование того же рынка состоит в том, что сделки с крупными пакетами осуществляются по ценам, складывающимся в ходе обычного, так называемого непрерывного, «двойного аукциона». В то же время на действующие в настоящее время так называемые «блочные» сделки, т.е. сделки с крупными пакетами акций, приходится более половины оборота НФБ. Движение показателей этих последних принципиально определяет весь «климат» биржи.

Другие фондовые биржи. Помимо Нью-Йоркской, в США действует целый ряд крупных фондовых бирж, имеющих исключительно важное значение на финансовом рынке не только США, но и в международной финансовой сфере.

Чикагская биржа опционов. Чикагская биржа опционов была создана в 1973 г. как дочерняя компания крупнейшей товарной биржи мира — Чикагской торговой палаты. В первые годы торговля на бирже осуществлялась опционами только на 16 видовых акций, причем выписывались только так называемые «колл-опционы». В настоящее время ведется торговля опционами на 1400 видовых акций, в том числе на биржевые индексы, валюту, казначейские облигации и фьючерсные контракты. На Чикагской бирже опционов совершается 55% общего количества опционов в США, что иллюстрирует ее финансовую мощь.

Особенности. Торговля ведется традиционным методом, т.е. «с голоса», участники торговли — это «маркет-мэйкеры», выступающие исключительно в роли дилеров (принципиалов), действующих за собственный счет, а также брокеры торгового зала, исполняющие разнообразные виды заявок по поручению инвесторов.

Токийская фондовая биржа (ТФБ). Токийская фондовая биржа была основана в 1878 г. и до второй мировой войны являлась коммерческой организацией, преследующей цель получения прибы-

ли. И только в 1949 г. условия функционирования и процедура торговли существенно стали изменяться с учетом мировой торговой ситуации и положения Японии в мировой экономике.

На сегодняшний день членами ТФБ являются только юридические лица; это брокерско-дилерские фирмы, численность которых согласно уставу биржи составляет 124. При этом 123 из них — это так называемые регулярные члены и 1 — «сайтори», представленные на бирже своими сотрудниками. «Регулярные» члены совершают брокерско-дилерские операции, «сайтори» выполняют посреднические операции между регулярными членами, им также запрещено совершать операции за собственный счет. На долю ТФБ приходится свыше 80% биржевого оборота ценных бумаг. Так, в 1998 г. на ней имели листинг акции более 2770 различных эмитентов.

Основной метод торговли на Токийской фондовой бирже — это так называемый «открытый двойной» аукцион: торговля «с голоса» в «биржевой толпе» (конечно, это весьма «специфическая» точка). Курс «открытия» устанавливается залповым методом «сайтори» на основании накопленных заранее заявок на покупку и продажу бумаг. Заявки поступают на биржу из контор фирм — членов биржи по телефону или терминалы компьютеров и затем передаются сотрудникам фирм, работающим в торговом зале. С 1990 г. на Токийской бирже действует система автоматической подачи мелких заявок (до 6000 акций в начале 2001 г.) «сайтори», которые и исполняют их.

Токийская фондовая биржа — одна из немногих крупных фондовых бирж, сохранившая принцип фиксированных комиссионных. Ставка комиссионных зависит от величины сделки и делится на 10 видов. Максимальная ставка 1,15% при сделке на сумму менее 1 млн. йен; минимальная — 0,075% + 785 тыс. йен на сумму свыше 1 млрд. йен. Однако и в данной области происходят изменения. В 1994 г. были отменены фиксированные комиссионные для крупных сделок; в 1998 г. они были опять существенно изменены в соответствии со складывающейся конъюнктурой.

В 80—90-х годах Токийская биржа через ряд решений сняла запрет на деятельность зарубежных брокерско-дилерских фирм, однако максимальная доля зарубежных фирм в ее товарообороте составляла в середине 90-х годов лишь 6% оборота. Тем не менее масштабы международной деятельности Токийской фондовой бир-

жи значительны, поскольку здесь происходит концентрация огромных капиталов, направленных по каналам глобальных финансовых сетей в различные регионы мира. По-видимому, в будущем значение Токийской фондовой биржи значительно повысится с учетом преодоления затянувшейся депрессии в ее экономике.

Исторически биржа рассматривалась как классический статут экономики, формирующий рынок товаров. Она имеет юридическую организационную и экономическую основы деятельности. Биржа — это юридическое лицо, обладающее обособленным имуществом, несущее правовую ответственность, наделенное соответствующими правами на определенные требования. С точки зрения организации своей деятельности биржа представляет сообщество членов биржи — ее организаторов имеющих соответствующим образом оборудованное «торговое место», предоставляемое в распоряжение членов биржи. С точки зрения экономической — это действующий в соответствии с законными нормативными актами и собственными правилами, на которой совершается торговля товарами, ценными бумагами, валютой и т.д.

Эволюция валютных и фондовых бирж: исторический аспект - впервые предшественники современных национальных бирж появились на рубеже XV—XVI вв. Это были товарные биржи, сразу за ними фондовые, затем валютные, фьючерсные и опционные. Старейшей биржей из сохранившихся до настоящего времени считается Амстердамская биржа, которая была организована в 1611 г. Вплоть до 1913 г. Амстердамская биржа была универсальной биржей, осуществлявшей торговлю различными товарами. В дальнейшем превратилась в цивилизованную фондовую биржу, торговля на которой ведется только ценными бумагами.

В состав Лондонской фондовой биржи входят следующие группы фирм и организаций:

· брокерско-дилерские фирмы: они исполняют поручения инвестора на куплю-продажу ценных бумаг, хотя сделки ими совершаются за собственный счет. Некоторые из этих фирм выступают в одном качестве — либо брокера, либо дилера;

· маркет-мейкерские фирмы — эти фирмы являются членами биржи и обязаны котировать определенные ценные бумаги в течение рабочего дня, они занимают центральное место во всех операциях, осуществляющихся на бирже;

· брокеры-дилеры — они выступают в роли посредников;

· денежные брокеры фондовой биржи — это члены биржи, обладая правом предоставлять взаймы денежные средства другим членам биржи также играют важнейшую роль на бирже, имея здесь свою нишу.

О масштабах финансовых сделок Лондонской фондовой биржи свидетельствует то, что на нее также приходится роль международного биржевого рынка по ценным бумагам, в том числе более 90% международной торговли акциями в Европе.

Лондонская международная биржа финансовых фьючерсов (ЛМБ). Лондонская международная биржа фьючерсов была создана в 1982 и стала первой биржей финансовых фьючерсов, находящейся не в США. 215 членов ЛМБ — представители финансовых институтов, промышленных групп, а также физические лица — опытные трейдеры, торгующие за собственный счет. Эта биржа является типичной международной биржей: 30% ее членов — английские фирмы, в середине 90-х годов примерно половина приходилась на европейские, американские и японские фирмы. В настоящее время доля западноевропейских фирм возросла, японских значительно уменьшилась, а американских осталась на первоначальном уровне. На бирже продавалось ежедневно в среднем около 850000 контрактов, при этом объем торговли в начале нынешнего десятилетия ежегодно увеличивался примерно на 50%.

Основной метод торговли на бирже — совершение сделок между брокерами-дилерами и маркет-мэйкерами в специальных биржевых ямах «с голоса» и с помощью стандартных сигналов руками. У каждой «ямы» находится представитель биржи, который следит за порядком и выполняет роль арбитра при возникновении споров.

В торговле опционами также участвуют маркет-мэйкеры, берущие обязанность постоянно контролировать опционы, за которые они отвечают. По этим опционам они не могут выступать в качестве брокеров, т.е. работать на комиссионной основе; по другим опционам запретов нет. Остальные участники, брокеры-дилеры могут совершать сделки в качестве брокеров-дилеров самостоятельно котировать опционы. Расчеты по всем сделкам проходят через Лондонскую клиринговую палату (ЛКП), что позволяет участникам выйти из игры, заключив противоположный контракт, не осуществляя реальной поставки и не выплачивая пол-

ной суммы за купленные финансовые инструменты, т.е. участник сделки всегда имеет возможность закрыть свою длинную или короткую позицию.

Международные фондовые организации, регулирующие биржевую деятельность. К таковым относятся международные организации и ассоциации, основными из которых являются следующие:

· Международная федерация фондовых бирж. Она занимается координацией и выработкой единых стандартов. На членов федерации приходится в общей сложности 98% всех мировых капитализированных финансовых средств.

· Международная организация комиссий по ценным бумагам. Членами являются соответствующие (регулятивные) органы стран — участниц фондовых рынков. Эта организация также отрабатывает возможности улучшения работы на базе координации, сотрудничества и изучения взаимного опыта.

· Ассоциация участников международных фондовых рынков. Эта ассоциация является практически единственной организацией, регулирующей международный рынок еврооблигаций; она состоит из профессиональных участников и, прежде всего, крупнейших транснациональных банков.

· Международная ассоциация фьючерсных рынков (ПА). Эта организация также играет важную роль в регулировании биржевой деятельности на соответствующих национальных, региональных и глобальных рынках.

Говоря о «регулировании», надо помнить, что деятельность международных организаций в основном носит рекомендательный или консультационный характер. К примеру, ими подготавливаются комплексные отчеты по текущей деятельности бирж, разрабатываются международные стандарты, проводятся теоретические исследования. О возрастании роли международных бирж свидетельствует появление тенденции по относительному снижению влияния национальных регулирующих органов, в особенности роли дарственных органов, хотя это снижение не есть «уход государства» из сферы финансового регулирования. Скорее речь идет о новых формах регулирования и оптимизации функций государства, сокращении его прямых форм воздействия в направлении универсализации косвенных форм регулирования с акцентом на усиление элементов наднационального и глобального регулирования.

В целях оперативной оценки и прогнозирования динамики курсов акций и простоты использования данных по рынку ценных бумаг с большим количеством эмитентов широко используются обобщающие показатели движения цен на фондовых биржах, которые получили название фондовых индексов. Например, на Нью-Йоркской фондовой бирже обращаются ценные бумаги более 5000 эмитентов, на Лондонской бирже — также более 4000 национальных акционерных обществ, Токийской — около 3000 национальных компаний, Франкфуртской — около 2500 эмитентов. Индекс отражает смешанный курс определенного количества акций, одновременно он показывает состояние экономики. Если сохраняется устойчивая тенденция роста индекса, то означает, что экономика страны находится на подъеме, если индекс падает это признак неблагоприятных тенденций в экономике или в каком-нибудь секторе. Индексы показывают среднее значение курсовой стоимости акции определенных компаний, которые наиболее точно отражают текущее положение на рынке.

Ключевые слова

Рейтинги. Значения рейтингов облигаций и акций. Этапы сделок. Купля-продажа ценных бумаг. Риски, ликвидности, риск предприятия, валютный, капитальный, риск поставки. Способы контроля рисков. Способы минимизации рисков. Биржа. Фондовые биржи. История фондовых бирж. Особенности бирж. Классическая биржа. Контроль на рынке ценных бумаг. Гаранты. Фондовый рынок. Операции на бирже. Этапы сделок. Брокеры. Дилеры. Опцион. Фьючерсные сделки. Международные биржи. Специалисты. Фондовые биржи.

Вопросы для самоконтроля

1. Что такое рейтинги? Какое влияние они оказывают на ценные бумаги?
2. Каковы основные этапы сделок?
3. Как происходит заключение договора купли-продажи ценных бумаг?
4. Что такое клиринг?

5. Что обусловливает исполнение сделки?

6. Каковы основные виды рисков?

7. Что такое кредитный риск? Чем он отличается от риска инфляционного?

8. В чем сходство и различие политических, экономических, социальных, региональных рисков?

9. Какие методы контроля и минимизации рисков Вы знаете?

10. Какой деятельностью занимаются биржи?

11. Опишите основные способы контроля на рынках ценных бумаг.

12. Что происходит на биржевых аукционах?

13. Каков основной тип деятельности специалистов на биржах?

14. Что такое фондовые биржи?

15. Какие типы бирж Вы знаете?

16. Опишите опыт основных мировых фондовых бирж.

ГЛАВА 5. МОДЕЛЬ ПРИВАТИЗАЦИОННОГО ПРОЦЕССА В РЕСПУБЛИКЕ УЗБЕКИСТАН

Модель приватизационного процесса в Республике Узбекистан имеет ряд особенностей, нормативно закрепленных в Программах и других правительственных документах, широко освещаемых в средствах массовой информации.

На основании приобретенного опыта была смоделирована отраслевая концепция приватизации и разгосударствления, которая позволила производить перестройку отрасли, решая разноплановые задачи. Это отраслевой баланс цен, отраслевая рыночная инфраструктура, методика определения стоимости объектов, прогнозирование функционирования отрасли в рыночных условиях для дальнейшей реализации и совершенствования секторного подхода к приватизации. Госкомимуществом проводится анализ действующей структуры в каждой отрасли, т.е. изучение финансово-хозяйственной деятельности отдельных предприятий в предприватизационный и постприватизационный период, оценка их финансового состояния, места и роли в отрасли и на рынке. На базе накопленной информации совершенствуется ране принятая отраслевая концепция приватизации и разгосударствления, что позволяет углубить процессы перестройки в отрасли, развивая внутреннюю рыночную инфраструктуру, прогнозируя функционирование отрасли в рыночных условиях, создавая отраслевые структуры управления на негосударственной основе, совершенствуя нормативно-правовую базу, осуществляя идеологическую работу среди населения с целью ускорения дальнейших преобразований экономики республики.

Этапы процесса разгосударствления и приватизации

При проведении первого этапа приватизации и разгосударствления (1992-1993гг.) по минимальной цене были приватизированы малые предприятия и жилищный фонд. Владельцами, в основном, стали работники этих предприятий и жильцы. Было приватизировано около 64 тыс. объектов государственной собствен-

ности, на основе которых создано свыше 18 тыс. семейных предприятий и 1700 акционерных обществ закрытого типа, в которых большая часть акций принадлежала работникам предприятий. Этот этап охватывал приватизацию предприятий сферы торговли, общественного питания и бытового обслуживания населения, а также мелких предприятий легкой промышленности, строительства и транспорта. Более 700 совхозов преобразовано в коллективные хозяйства, кооперативы и арендные предприятия.

Второй этап (1994-1995гг.) включал приватизацию почти 18 тыс. малых, средних, крупных предприятий. Большая часть предприятий была преобразована в акционерные компании открытого типа. Были определены четыре основных пакета акций - в распоряжении государства сохранялось до 25% акций, работники предприятий получали до 25%, остальные (не менее 50%) выставлялись на свободную продажу, в т.ч. иностранным инвесторам (более 25%). К концу 1994 года негосударственный сектор производил около половины ВНП. В 1995 г. продолжалась приватизация средних предприятий как путем продажи с аукциона и выпуска акций, так и посредством проведения тендера. В результате изменения формы собственности более 1 млн. чел. стали владельцами приватизированных квартир, около 2 млн. представителей трудовых коллективов стали владельцами акций, 3 млн. семей получили земельные наделы для личного подсобного хозяйства общей площадью 550 тыс. га, около 200 тыс. га получили фермеры. Отказ от использования ваучерной системы оказался оправданным. Адресная направленность реформ позволяет с уверенностью сказать, что в республике с населением в 22 млн. чел. нет ни одного человека, которому приватизация прямо или косвенно, через членов семей, не наделила бы определенными благами.

Третий этап приватизации и разгосударствления (1996-2000гг) определил четыре основных пакета акций:

- 25% принадлежит государству;
- 26% принадлежит трудовому коллективу;
- 25% распространяется иностранным инвесторам;
- 24% выставляется на свободную продажу.

В процессе приватизации и разгосударствления принимались меры по созданию фондового рынка, рынка недвижимости, создавалась рыночная инфраструктура (фондовая биржа, нацио-

нальный депозитарий, инвестиционные фонды, брокерские конторы, фондовые магазины, биржа недвижимости, брокерские конторы по реализации движимого и недвижимого имущества и т.п.), была сформирована программа построения информационно-телекоммуникационной сети, которая воплощается поэтапно в жизнь. Построен и введен в эксплуатацию Республиканский биржевой центр, в котором размещены вновь созданные предпринимательские структуры фондового рынка.

В качестве принципиальной основы правительство приняло схему, по которой крупномасштабная приватизация будет проводиться посредством создания частных и приватизационных инвестиционных фондов, которые приобретают акции предприятий у Госкомимущества, а свои собственные акции реализуют путем широкой продажи на фондовом рынке гражданам республики и иностранным инвесторам.

Схема массовой приватизации, применяемая в Республике Узбекистан, состоит из двух основных компонентов:

- приватизационные инвестиционные фонды (ПИФы), которые являются держателями акций приватизированных предприятий;

- компании по управлению инвестиционными фондами, держатели акций через свое правление будут контролировать деятельность каждого фонда.

Как ПИФы, так и компании по управлению будут формироваться на основе личной заинтересованности и получения лицензий на свою деятельность от соответствующих государственных учреждений. Инвестиционные фонды будут иметь опцион на покупку до 30% акций приватизированных наиболее рентабельных средних и крупных предприятий. Затем фонды будут выпускать свои акции для широкой продажи, чтобы привлечь свободные средства у населения.

Правительство учредило специальную кредитную линию в форме права на покупку акций предприятий приватизированными инвестиционными фондами с отсрочкой платежа на семь лет. Кредиты будут выдаваться только тем фондам, которые будут иметь лицензию и смогут реализовать определенный пакет собственных акций самостоятельно.

Приватизационные инвестиционные фонды (ПИФ)

Приватизационные инвестиционные фонды являются разновидностью инвестиционных фондов. Они создаются с целью привлечения широких слоев населения к процессу приватизации и призваны аккумулировать денежные средства населения с последующим их направлением на приобретение акций приватизируемых государственных предприятий. ПИФ является открытым акционерным обществом, которое осуществляет деятельность по привлечению средств в ценные бумаги приватизируемых предприятий за счет эмиссии собственных акций, инвестирования собственных средств и полученных специальных государственных кредитов, торговле ценными бумагами, участию в качестве акционера в развитии и повышении эффективности предприятий, акциями которых он владеет.

ПИФы имеют следующие отличительные особенности:

- возможность приобретения до 30 процентов от общего количества выпускаемых акций приватизируемого предприятия;
- возможность инвестирования не более 10 процентов своих общих активов в ценные бумаги одного эмитента;
- возможность получить специальный государственный кредит;
- право инвестировать средства только в акции приватизированных предприятий и государственные ценные бумаги.

ПИФ - это инвестиционный фонд закрытого типа, то есть он выпускает ценные бумаги без обязательства их выкупа.

Продажа акций, составляющих инвестиционный портфель ПИФа, осуществляется только после завершения размещения собственных акций среди населения на биржевом и внебиржевом рынках ценных бумаг, организованного профессионалами. На деятельность ПИФа распространяются ограничения установленные для инвестиционных фондов.

Особенности создания и деятельности ПИФов

ПИФ не может иметь менее двух учредителей. Учредителями и акционерами ПИФа могут быть юридические и физические лица, в том числе предприятия, в уставном фонде которых доля государства составляет менее 25 процентов. Уставный фонд ПИФа должен быть сформирован исключительно за счет внесения денежных средств, причем учредители обязаны оплатить 100 про-

центов стоимости уставного фонда не позднее 30 дней со дня государственной регистрации.

Важной особенностью деятельности ПИФов является то, что банковские операции по расчетному счету могут осуществляться управляющей компанией только по согласованию с уполномоченным лицом Центрального депозитария, подтверждающим целевое использование средств ПИФа.

Реализация акций ПИФов осуществляется распространителями в лице инвестиционных институтов (фондовых магазинов), банков, имеющих лицензии на право осуществления операций с ценными бумагами. Распространителями акций всех зарегистрированных ПИФов являются Народный банк Республики Узбекистан, а также другие коммерческие банки, отвечающие требованиям органа по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг.

Акции ПИФа являются простыми, именными. Каждая акция дает право одного голоса на общем собрании акционеров и право на получение дивидендов. ПИФ может осуществлять только два выпуска акций. Первый выпуск акций ПИФа производится при учреждении ПИФа в покрытие внесенных учредителями вкладов в уставный фонд. Второй выпуск акций осуществляется для реализации акций населению и должен быть произведен не позднее 3 месяцев после государственной регистрации ПИФа. Размещение акций ПИФов второй эмиссии осуществляется в течение 6 месяцев со дня регистрации проспектов второй эмиссии.

ПИФы не имеют права:

- предлагать к продаже акции (кроме распределяемых между учредителями) до получения лицензии инвестиционного института,
- публиковать и рекламировать размеры предполагаемых доходов при размещении своих акций;
- продавать свои акции юридическим лицам (кроме учредителей);
- выкупать свои акции у акционеров.

После государственной регистрации выпуска акций ПИФа они могут свободно обращаться на биржевых и внебиржевых рынках ценных бумаг.

Все операции с акциями ПИФов и ценными бумагами, принадлежащими ПИФам, должны учитываться только в Центральном депозитарии.

Особенности механизма приобретения ПИФами акций приватизированных предприятий

Постановлением Кабинета Министров Республики Узбекистан 410 от 25 сентября 1998 г. утвержден перечень 200 открытых акционерных обществ с количеством акций, предлагаемых для продажи ПИФам через аукционы. Кроме того, к дополненному перечню Госкомимущества разрешено выставлять на продажу ПИФам принадлежащие Государству акции приватизируемых предприятий в размере превышения над долей 25 процентов от уставного фонда по предприятиям не вошедшим в список стратегических, а также акции приватизируемых предприятий из доли, предназначенной для свободной продажи, в том числе иностранным инвесторам в размерах, восстанавливающих долю ПИФов в уставном фонде этих предприятий (в пределах до 30 процентов Уставного фонда), имеющуюся у них до проведения реструктуризации весной 1997 года.

Акции приватизируемых предприятий должны продаваться ПИФам по фиксированной цене, равной номинальной стоимости. Покупательная способность ПИФов по открытой подписке на акции по фиксированной цене определяется исходя из сумм, поступивших от реализации акций фонда населению и внесенных учредительных взносов органом, уполномоченным Госкомимуществом, который определяет порядок торгов. Дата проведения открытой подписки должна быть объявлена в средствах массовой информации за недельный срок до ее проведения если количество заявок на приобретение акций одного эмитента превышает предлагаемое количество, то распределение акций производится пропорционально данным заявкам, с учетом фактически оплаченного (на дату проведения аукциона) уставного фонда каждым подавшим заявку ПИФом. Акции, оставшиеся непроданными ПИФам в первом раунде открытой подписки, предлагаются к открытой продаже на биржевом рынке. Далее, если в течение шести календарных дней после выставления на бирже эти акции не будут проданы, они в течение последующих 15 дней предлагаются ПИФам во втором раунде открытой подписки, где продажа начи-

нает осуществляться по цене, равной номиналу акций, а при отсутствии спроса происходит поэтапное снижение цены акций, но не ниже 85 процентов от их номинальной стоимости. При покупке ПИФом акций во втором раунде открытой подписки государственный кредит ПИФу не предоставляется, если спрос на указанные акции отсутствует и во втором раунде открытой подписки, их эмитенты исключаются из утвержденного списка приватизированных предприятий предназначенных к реализации ПИФам. После продажи акций Госкомимущество безотлагательно передает право на владение акциями покупателю.

Получение ПИФами специальных государственных кредитов

Специальные государственные кредиты выдаются ПИФам Госкомимуществом в виде отсрочки платежа за приобретенные акции приватизируемых предприятий. Кредит предоставляется на 5 лет. Оформление кредита осуществляется по заявке ПИФа только при покупке акций приватизируемых предприятий у Госкомимущества и наличии необходимого залогового обеспечения. Залогом под кредиты могут быть любые принадлежащие ПИФу активы - акции приватизированных предприятий, ценные бумаги, денежные средства и т.п. Обеспечение должно быть представлено на полную сумму выдаваемого кредита. Собственными денежными средствами ПИФ оплачивает 30 процентов стоимости пакета акций приватизируемого предприятия, а оставшиеся 70 процентов стоимости пакета акций выкупаются за счет кредита.

Погашение кредита производится путем перечисления ПИФом денежных средств на специальный счет Госкомимущества начиная со второго года, следующего за годом предоставления кредита. После погашения задолженности по государственному кредиту ПИФ может быть преобразован в обычный инвестиционный фонд. При этом такой инвестиционный фонд уже утрачивает право приобретения акций приватизируемых предприятий по номинальной стоимости и получения новых государственных кредитов.

В странах с развитой рыночной экономикой организации, подобные инвестиционным и приватизационным фондам, считаются весьма устойчивыми в финансовом положении, поскольку в законодательном порядке обеспечивается диверсификация вложений их средств в различные предприятия, а ограничения деятельности не позволяют ПИФам сделать ошибку коммерческого ха-

рактера. Ввиду обязательного присутствия в штате таких организаций либо их управляющих компаний, высококлассных специалистов, умеющих делать правильные прогнозы перспектив различных предприятий, портфель акций оказывается, как правило, оптимальным, что позволяет акционерам фондов в конечном итоге иметь, по крайней мере, среднюю норму дивидендов.

В странах с переходной экономикой имеется вероятность убыточной деятельности и банкротства приватизационных инвестиционных фондов, поскольку далеко не все приватизированные предприятия оказываются настолько рентабельными, чтобы обеспечить достаточный уровень дивидендов.

Законодательством Узбекистана предусмотрено, что если ПИФ обанкротился или ликвидируется по другим причинам, ликвидация его активов проводится ликвидационной комиссией в форме открытого аукциона, в котором может принять участие любое лицо, имеющее право приобретать акции приватизированных предприятий.

В Узбекистане с осени 1998 года доходы инвестиционных и приватизационных инвестиционных фондов, полученные в виде дивидендов от акций приватизированных предприятий, освобождены от налогов, сборов и платежей во внебюджетные фонды. Не подлежат налогообложению и доходы, направляемые фондами на покупку акций приватизируемых предприятий.

5.1. Особенности современного состояния фондового рынка Узбекистана и перспективы его развития

Узбекистан за короткий период времени достиг значительных успехов в создании законодательной базы. К 2000 году в республике было принято 8 законов, 8 Указов Президента, 22 правительственных постановления, около 90 различных нормативных документов Центра по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг при Госкомимуществе, Министерства финансов и Центрального банка республики, непосредственно регулирующих фондовый рынок. Созданный таким образом нормативный фундамент позволил обеспечить становление субъектов рынка - эмитентов, инвесторов, инвестиционных институтов, фондовой биржи, их количественное и качественное развитие.

В Узбекистане имеется стройная концепция развития фондового рынка. Теория рынка ценных бумаг в республике формируется на сложившейся внутренней практике хозяйствования, с учетом международного опыта развития фондовых рынков. При этом учитываются рекомендации различных солидных международных организаций таких, как Всемирный банк, Международная финансовая корпорация, Европейский банк реконструкции и развития, "Группа тринадцати" (международная организация, которая рекомендовала всем странам, начинающим создавать свои рынки ценных бумаг, единые классические подходы и правила). Выполнение этих рекомендаций позволяет Узбекистану избежать тех ошибок, которые в свое время испытали развитые страны при создании систем своих фондовых рынков. Поэтапное и последовательное претворение в жизнь этой концепции позволило добиться ощутимых результатов.

Все выпускаемые в обращение ценные бумаги регистрируются в Центре по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг при Госкомимуществе, где эмитенты подвергаются тщательнейшей проверке на предмет реального функционирования и возможного мошенничества по отношению к акционерам, а профессиональные участники - лицензируются.

Большинство акционерных обществ Узбекистана создано на базе государственных предприятий и имеют реальную материальную базу, основной и оборотный капиталы. Подавляющее большинство акционерных обществ - это предприятия производственного направления, выпускающие реальную продукцию.

В период широкомасштабной приватизации на соответствующем этапе развития фондового рынка (1995-1998гг.) были созданы самые благоприятные условия для отечественных и иностранных участников в части налогового законодательства. Участники рынка ценных бумаг с июля 1995г. были полностью освобождены от налогов на операции с ценными бумагами. Относительно низкий налог (всего 1 процент) взимается при регистрации эмиссии ценных бумаг. На срок от двух с половиной до трех лет были освобождены от налогов доходы от роста курсовой стоимости ценных бумаг и дивиденды. Льготный режим налогообложения участников рынка ценных бумаг привел к существенному повышению мотиваций к покупке акций инвесторами, увеличению дилерских операций, упрощению процедуры совершения сделок.

В Узбекистане на рынке корпоративных ценных бумаг до 2000 года преобладающим являлся первичный рынок акций приватизируемых предприятий, в связи с чем цены на акции значительного количества средних и крупных предприятий не завышены относительно стоимости представляемого ими реального капитала.

Годы независимости серьезно повысили инвестиционный потенциал населения Узбекистана. За короткий период времени создано около четырех тысяч самых разных по величине и отраслевой принадлежности акционерных обществ, выпустивших миллионы акций. Успешно функционируют 5 учебных центров по подготовке кадров для рынка ценных бумаг, в которых подготовлено более 3000 специалистов фондового рынка, составляющих кадровую основу нескольких сотен действующих инвестиционных институтов, сеть которых развернута по всей республике.

Институциональная структура фондового рынка построена на территориальном и отраслевом принципах. Стержнем территориального построения системы фондового рынка являются главные институты фондового рынка - Госкомимущество, Центр по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг, Министерство финансов, Центральный банк, республиканская фондовая биржа "Ташкент", Национальный депозитарий "ВАКТ", неправительственное Агентство по оказанию консультационно-аудиторских и информационных услуг участникам рынка ценных бумаг консаудитинформ.

Постепенно увеличиваются обороты Республиканской фондовой биржи. Силами отечественных программистов на РФБ "Ташкент" внедрена и действует компьютерная система биржевых торгов, значительно повышающая их культуру, отвечающая современным требованиям, создающая значительные удобства брокерам в процессе торговли. Сама биржа проводит торги в современном операционном зале, оснащенном специальным биржевым оборудованием.

Важным достижением отечественного фондового рынка можно считать и создание Национального, а в последующем Центрального депозитария, представляющих вместе с другими депозитариями общегосударственную систему хранения и учета прав на ценные бумаги, сокращающую общественные и индивидуальные издержки по изготовлению и обращению ценных бумаг, позволяющую госу-

- рассматривать жалобы инвесторов, а также участников рынка ценных бумаг по нарушениям их законных прав и интересов, касающихся выпуска, обращения, проведения операций с ценными бумагами, проводить проверки фактов нарушения законодательства по ценным бумагам;

- присутствовать на заседаниях биржевых советов фондовых бирж, фондовых отделов других бирж, назначать государственных инспекторов для осуществления контроля за биржевой деятельностью;

- координировать деятельность профессиональных ассоциаций участников рынка ценных бумаг и деятельность их членов в соответствии с законодательством Республики Узбекистан.

В пределах полномочий он может применять следующие санации по отношению к нарушителям законов и нормативных актов по ценным бумагам:

- требовать от эмитентов приостановления рекламной кампании по предложению к открытой продаже ценных бумаг, проводимой без утверждения проспекта эмиссии ценных бумаг в условленном порядке;

- приостанавливать или ограничивать эмиссию и обращение ценных бумаг эмитентов в случае нарушения последними действующего законодательства;

- в случаях неоднократного или грубого нарушения профессиональными участниками рынка ценных бумаг законодательства Республики Узбекистан о ценных бумагах принимать решение о приостановлении или аннулировании лицензии, выданной на осуществление деятельности с ценными бумагами в качестве инвестиционных институтов и участников рынка ценных бумаг;

- передавать материалы по выявленным фактам нарушений законодательства о ценных бумагах в правоохранительные органы в соответствии с действующим законодательством.

Государственное регулирование рынка ценных бумаг

Во Франции, например, регулирование фондового рынка возложено на Министерство финансов и Комиссию по биржевым операциям. В Южной Корее государственное регулирование рынка ценных бумаг осуществляют Комиссия по ценным бумагам и биржам и Министерство финансов.

Государственный надзор на рынке ценных бумаг осуществляется уполномоченными органами государства. В различных странах СНГ статус и функции подобных органов различны. В ряде стран (Российская Федерация, Казахстан) подобные органы в процессе создания и при осуществлении своих функций являются независимыми от правительства. В других странах такие органы находятся в структуре правительства или отдельных правительственных учреждений. В некоторых странах вопрос с четким определением статуса таких органов не решен до конца (Украина), либо такие органы не существуют вообще (Армения).

Мировой опыт регулирования рынков ценных бумаг свидетельствует, что при достаточном уровне развития национального рынка ценных бумаг наиболее целесообразно, чтобы функции государственного регулирования рынка ценных бумаг осуществлял специально уполномоченный государственный орган, не входящий в систему исполнительной власти и принимающий решения независимо от правительства. Необходимость такой независимости обусловлена тем, что государство объективно выступает на рынке ценных бумаг одновременно в качестве эмитента государственных ценных бумаг, инвестора (то есть держателя крупных пакетов акций национальных и зарубежных компаний) и регулирующего субъекта, устанавливающего правила осуществления деятельности на рынке ценных бумаг, которые изначально должны устанавливать равные возможности для всех участников рынка. Поскольку государство в лице правительства выступает в качестве эмитента и инвестора, оно должно осуществлять свою деятельность на равноправной основе с другими (негосударственными) субъектами. Поэтому регулирование рынка ценных бумаг специально уполномоченным органом, не входящим в состав правительства и неподотчетным ему, является, хотя и не безусловной, но определенной гарантией от конфликтов интересов, при которых государство устанавливало бы правила, заведомо более благоприятные для него по сравнению с другими участниками рынка ценных бумаг.

В Узбекистане в начале 90-х годов вопросами регулирования рынка ценных бумаг занималось специальное управление при Министерстве финансов. В сентябре 1995 года в соответствии с Указом Президента Республики Узбекистан от 7 сентября 1995 г.

была создана Государственная комиссия по ценным бумагам и фондовым биржам, состоявшая из представителей различных органов государственного управления (Министерство финансов, Центральный банк, Министерство юстиции, Госкомимущество), фондовой биржи, инвестиционных институтов в количестве 17 человек. Комиссия имела свои подразделения в каждой области республики. Комиссия осуществляла разработку законопроектов в области регулирования фондового рынка, регистрацию выпусков ценных бумаг, контроль за деятельностью эмитентов, лицензирование профессиональных участников рынка ценных бумаг и контроль за их деятельностью. В соответствии с Указом Президента Республики Узбекистан от 26 марта 1996 года на базе вышеуказанной комиссии создается Центр по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг при Госкомимуществе Республики Узбекистан (далее Центр) с территориальными подразделениями (отделами) в областях в составе территориальных подразделений Госкомимущества. Основными задачами и направлениями деятельности Центра являются:

- реализация государственной политики в области формирования, развития, контроля и регулирования рынка ценных бумаг;
- ведение единых реестров зарегистрированных в республике выпусков ценных бумаг и участников фондового рынка, создание банка данных о структуре, развитии рынка ценных бумаг, регулирование обращения ценных бумаг, организация учета и отчетности;
- контроль и обеспечение выполнения законодательства о ценных бумагах всеми государственными органами и субъектами;
- разработка нормативных актов, обеспечивающих необходимые правовые условия для выпуска и эффективного обращения ценных бумаг узбекских и иностранных эмитентов на национальном и международном рынках;
- защита прав и интересов юридических и физических лиц и инвесторов, осуществляющих операции с ценными бумагами;
- широкое информирование инвесторов и общественности о стоянии рынка ценных бумаг и его участниках;
- участие в создании эффективной инфраструктуры рынка ценных бумаг;

- координация деятельности министерств, ведомств, местных органов управления, профессиональных и непрофессиональных участников рынка ценных бумаг.

Одним из главных существенных способов государственного регулирования рынка ценных бумаг является регистрация ценных бумаг при их выпуске в обращение. На этом этапе движения ценных бумаг орган, осуществляющий регулирование, должен убедиться в том, что эмиссия ценных бумаг производится под конкретный инвестиционный проект, и средства инвесторов будут израсходованы эффективно, в соответствии с заранее разработанным бизнес-планом, и затем принесут прибыль. Именно при регистрации эмиссии регулирующий орган осуществляет предварительный контроль за деятельностью эмитента с целью заблаговременного предотвращения мошенничества.

Решения Центра, принятые в пределах его полномочий, являются обязательными для исполнения государственными и местными органами управления, хозяйствующими субъектами, профессиональными и непрофессиональными участниками рынка ценных бумаг, их объединениями, а также гражданами Узбекистана и иностранных государств, осуществляющими операции с фондовыми ценностями на территории Узбекистана.

Центр возглавляется Генеральным директором, который по должности является заместителем Председателя Госкомимущества Республики Узбекистан. Два заместителя Генерального директора Центра назначаются правительством. Центр имеет свои отделы в областях, которые подчиняются также территориальным подразделениям Госкомимущества. Руководители отделов назначаются территориальными подразделениями Госкомимущества по согласованию с Генеральным директором Центра. Общее количество сотрудников Центра по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг при Госкомимуществе составляет 180 единиц, в том числе аппарата Центра 45 единиц. Финансирование текущей деятельности Центра и его подразделений в областях осуществляется за счет республиканского бюджета.

Центр по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг производит регистрацию выпусков ценных бумаг, проспектов эмиссии ценных бумаг эмитентов, в том числе и иностранных, на территории Республики Узбекистан. Он ведет

единые государственные реестры зарегистрированных в Узбекистане выпусков ценных бумаг, составляет ежегодные публичные отчеты о количестве зарегистрированных ценных бумаг по видам, осуществляет надзор за деятельностью эмитентов, осуществляет меры по созданию информационной системы, автоматизации и компьютеризации работ с ценными бумагами, контролирует полноту раскрытия информации эмитентами, осуществляет мероприятия по защите прав и интересов инвесторов в части управления акционерными обществами.

Центр совместно с другими государственными органами участвует в создании инфраструктуры рынка ценных бумаг, лицензирует деятельность инвестиционных институтов, устанавливает квалификационные требования к профессиональным участникам рынка ценных бумаг, проводит их аттестацию, выдает свидетельства. Им устанавливаются требования к ведению реестра владельцев ценных бумаг, учетного регистра и их соблюдению, по согласованию с Министерством финансов утверждаются размеры тарифов за услуги Центрального депозитария, совместно с Центральным банком осуществляется надзор за деятельностью коммерческих банков на рынке ценных бумаг, за деятельностью участников этого рынка.

Особое место в ряду структурных подразделений фондовой биржи занимают *комиссии.* Они состоят, как правило, из сотрудников фондовой биржи - высококвалифицированных, опытных специалистов.

Экспертно-котировальная комиссия определяет возможность допуска ценных бумаг к котировке на биржевых торгах, осуществляет процедуры листинга, делистинга, релистинга и т.п.

Квалификационная комиссия определяет возможность допуска брокеров до биржевых торгов путем проведения соответствующего экзамена.

Конфликтная комиссия занимается разрешением спорных ситуаций, возникающих в ходе проведения торгов, исполнения сделок между брокерами, между брокерами и их клиентами, между последними и специалистами биржи.

Дисциплинарная комиссия определяет степень виновности нарушителя правил биржевой торговли, устава и других основополагающих документов биржи и назначает соответствующую нарушению санкцию, осуществляет контроль за исполнением

№	Регионы	Кол-во зарегистри-рованных выпусков	Объём эмисси (тыс.сумов)	Кол-во акций (штук)
1	Республика Каракалпакстан	34	453586,3	526472
2	Андижанская область	40	412341,2	809373
3	Бухарская область	41	760728,6	1010157
4	Джизакская область	33	596429,7	2281635
5	Навоийская облатсь	20	240228,2	181635
6	Наманганская область	38	262231,1	360648
7	Самаркандская область	37	654944,8	1238871
8	Сурхандарьинская область	25	417061,6	592649
9	Сырдарьинская область	14	168397,5	931725
10	Кашкадарьинская область	36	343956,6	458690
11	Ферганская область	35	821762,5	834443
12	Хорезмская область	23	891876,4	1003418
13	Ташкентская область	26	322800,3	870378
14	г. Ташкент	70	156923,4	3281130
15	Центр аппарат ЦК КФР ЦБ	170	306783123,9	332784465
	ИТОГО:	***642***	***314694392,1***	***347165689***

санкции. Республиканская фондовая биржа "Тошкент" имеет свои дочерние подразделения в каждой области республики.

5.3. Понятие брокерского места. Официальные дилеры (маркет-мейкеры). Порядок допуска брокеров к биржевым торгам

Члены биржи

Как известно, на фондовую биржу допускаются не все желающие купить или продать ценные бумаги, а только лица, являющиеся ее членами. Каждая фондовая биржа, как правило, имеет положение о членах биржи, определяющее порядок вступления в члены биржи, приостановления членства, лишения статуса члена биржи, регламентирующие их права и обязанности, особые возможности у некоторых из них.

Членами фондовой биржи могут быть юридические и физические лица, в том числе и иностранные, которые приобрели на

фондовой бирже брокерское место. Членами биржи могут быть институты любой организационно-правовой формы. В то же время ими не могут быть органы государственной власти и управления, прокуратуры, суда, их должностные лица и специалисты.

Права членов фондовой биржи. Члены РФБ "Тошкент" имеют право:

- аккредитовывать на бирже в качестве брокеров своих представителей, имеющих квалификационный аттестат специалиста рынка ценных бумаг и имеющих допуск к торгам квалификационной комиссии самой биржи;
- участвовать в решении вопросов, касающихся брокерской деятельности, в порядке, предусмотренном Положением "О членах РФБ "Тошкент";
- пользоваться услугами биржи в пределах, установленных действующим законодательством и документами биржи;
- вносить предложения правлению биржи по вопросам совершенствования деятельности биржи;
- сдавать брокерское место в аренду;
- продать брокерское место в установленном биржей порядке.

Временный член биржи имеет почти такие же права, что и полноправный, за исключением права на продажу и субаренду брокерского места.

Обязанности членов фондовой биржи. Они обязаны:

- соблюдать законодательство Республики Узбекистан и нормативные акты в целом на рынке ценных бумаг, в частности, внутренние документы фондовой биржи, решения ее органов управления;
- своевременно оплачивать регулярные ежеквартальные членские взносы;
- соблюдать коммерческую тайну и не разглашать конфиденциальную информацию о своих клиентах контрагентах и бирже;
- соблюдать нормы деловой этики;
- своевременно сообщать бирже об изменении юридического адреса или места жительства.

Выход из состава членов биржи осуществляется при отчуждении брокерского места его владельцем - продаже, передаче, дарении и т.п.

Брокерское место на бирже

Под брокерским местом на бирже следует понимать совокупность возможностей, которые фондовая биржа может предоставить своему полноправному члену. Главная из них - возможность покупать или продавать ценные бумаги от своего имени и за свой счет, или за счет и по поручению клиентов на биржевой площадке. Помимо этого, владельцы брокерских мест получают множество других возможностей - в отличие от остальных участников рынка ценных бумаг. Это и получение различного рода информации о ценных бумагах, их эмитентах, ценах, брокерах-контрагентах. Это и возможность получения консультаций по некоторым аспектам биржевой деятельности (например, консультаций специалистов Конфликтной комиссии при разрешении споров). Это и пользование услугами биржи по ксерокопированию необходимых документов, заполнению и оформлению договоров и т.д.

Брокерское место на РФБ "Тошкент" приобретается на неопределенный срок, то есть, купив брокерское место (внеся единовременный взнос), его владелец может пользоваться услугами биржи неограниченное количество времени, при условии соблюдения требований, предъявляемых к нему биржей. В течение всего времени владения брокерским местом члены биржи вносят незначительные суммы регулярных членских взносов. Такая система членства является весьма экономичной для брокеров.

Брокерское место может быть приобретено, отчуждено (продано, подарено, унаследовано, передано в уставный фонд и т.п.), передано в аренду. Оно неделимо. Его владелец не может передать либо продать часть брокерского места. Одно лицо может владеть только одним брокерским местом. Брокерские места могут быть приобретены тремя способами: непосредственно у фондовой биржи, на биржевых торгах, вне биржевых торгов.

Приобретение брокерского места непосредственно у биржи. Этот способ предусматривает необходимость подачи покупателем заявления о намерении купить брокерское место, которое биржа рассматривает в 10-дневный срок. В случае положительного решения Правления между покупателем и биржей заключается договор, в котором оговариваются права и обязанности сторон, некоторые другие условия сделки. Брокерское место приобретается по цене, установленной Правлением на момент приобре-

тения. В период становления фондового отдела биржи "Тошкент" и РФБ "Тошкент" в подавляющем большинстве случаев брокерские места приобретались непосредственно у биржи.

Приобретение брокерского места на биржевых торгах. В этом случае лицо, желающее приобрести брокерское место, заключает договор-поручение с брокером, имеющим допуск к биржевым торгам, о приобретении брокерского места на биржевых торгах. После выполнения брокером поручения о покупке брокерского места покупатель уплачивает комиссионные брокеру (по договоренности) и фондовой бирже. Продажа брокерских мест через биржевые торги производится на общих основаниях в соответствии с правилами осуществления операций с ценными бумагами на РФБ "Тошкент". Лицо, которое желает продать брокерское место через биржевые торги, должно предоставить на фондовую биржу письменную заявку о выставлении места на торги, документ, подтверждающий его полную оплату (сертификат на брокерское место), гарантии отсутствия залоговых обязательств под данное место, а также подтвердить отсутствие каких-либо невыполненных обязательств перед самой фондовой биржей (комиссионные по совершенным сделкам, штрафов, пени и т.п.). В данном случае цена брокерского места устанавливается продавцом по его усмотрению. В стоимость брокерского места включается налог на добавленную стоимость.

Приобретение брокерского места вне торгов. В случае, если продавец и покупатель самостоятельно находят друг друга, для оформления сделки купли-продажи не требуется выставления брокерского места на биржевых торгах. Между ними заключается договор купли-продажи брокерского места по утвержденной биржей типовой форме, который предъявляется на биржу для регистрации и последующего переоформления брокерского места. При этом бирже перечисляется регистрационный сбор в размере пяти процентов от стоимости брокерского места, установленной Правлением биржи на момент регистрации договора на бирже. Регистрационный сбор перечисляется бирже либо продавцом, либо покупателем по договоренности, что отражается в договоре, при этом сумма регистрационного сбора может входить в стоимость брокерского места.

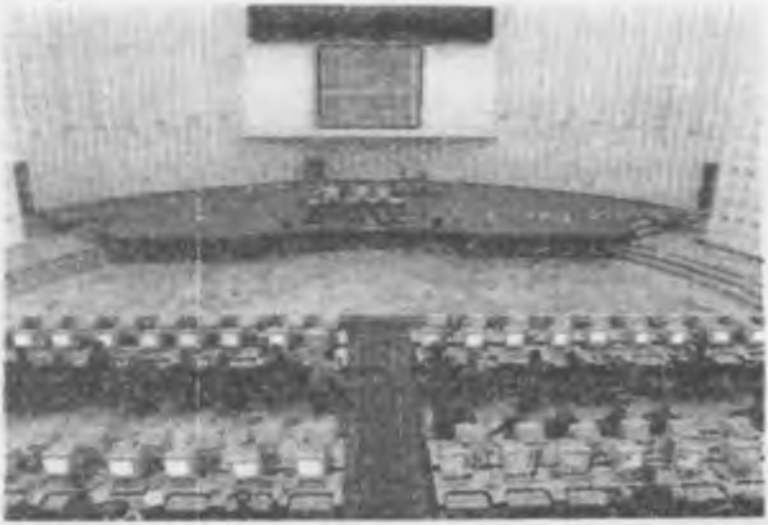
Правление фондовой биржи может отказать в приобретении брокерского места лицу, не имеющему лицензии на деятельность в качестве инвестиционного института, либо не имеющему в штате



Сертификат акций акционерного общества «Ёг-мой таъминот». Выпуск 1996 года



***Здание Республиканского биржевого центра,** где расположены Центр ценных бумаг (ЦККФРЦБ), РФБ «Тошкент», Центральный и Национальный депозитарии, РКП «Элсис-Клиринг» и другие инвестиционные институты*



Операционный зал Республиканской фондовой биржи «Тошкент». Торги корпоративными ценными бумагами



Фондовый отдел Республиканской валютной биржи. Торги государственными краткосрочными облигациями (ГКО)

аттестованных специалистов по ценным бумагам I или II категории, а также лицам, ранее исключенным из состава членов фондовой биржи, если с момента исключения не прошло более года.

При переходе брокерского места от одного владельца к другому по основаниям, не связанным с куплей-продажей (передача, мена, дарение, наследование), новый владелец обязан переоформить его на свое имя. Для переоформления брокерского места на нового владельца последний должен представить на биржу заявление, основание передачи прав на владение брокерским местом прежним владельцем (копию договора купли-продажи, мены, дарения, передачи в уставный фонд и т.п.), копию платежного поручения о перечислении бирже регистрационного сбора. Покупатель, полностью оплативший брокерское место, становится членом биржи.

Владелец брокерского места имеет право обратиться к фондовой бирже с просьбой о приобретении этого места самой биржей. Биржа может удовлетворить просьбу владельца, купив место по договорной цене, но может и отказать ему, без объяснения причин отказа.

Аренда брокерского места. Брокерское место может быть сдано в аренду не более чем на один год с пролонгацией. При этом арендатор получает статус временного члена биржи. Это означает, что в период аренды арендатор может представлять интересы члена фондовой биржи на собраниях членов и перед Правлением биржи только по доверенности от владельца брокерского места.

Арендодатель и арендатор заключают между собой договор аренды брокерского места по типовой форме, утвержденной правлением биржи, по которому арендатор обязан соблюдать действующее законодательство о рынке ценных бумаг, биржевые правила, заключить с биржей договор на предоставление услуг, своевременно перечислять бирже комиссионные сборы по заключенным сделкам. Размер арендной платы устанавливается по договоренности между сторонами. Он может быть установлен в жесткой абсолютной величине (например, 5 тыс. сумов в месяц) либо в относительных величинах - процентах от суммы каждой заключаемой сделки (7% от суммы комиссионных по каждой сделке), либо в комбинации двух приведенных вари-

антов. При этом уплата регулярных членских взносов возлагается на арендатора. Договор аренды регистрируется биржей.

Допуск членов фондовой биржи к торгам осуществляется только при наличии у них лицензии на операции с ценными бумагами и приобретении ими статуса инвестиционного института, а также регистрации на бирже брокерской конторы (БК). Физическое лицо, купившее брокерское место на фондовой бирже и получившее квалификационный аттестат на право осуществления операций с ценными бумагами, может быть допущено к торгам только после регистрации его в органах государственной власти на местах и открытия расчетного счета в банке. При этом правом заключения сделок на биржевых торгах обладают брокеры, имеющие доверенности членов биржи - юридических лиц и допуск Квалификационной комиссии биржи. Физическому лицу - члену биржи, если оно действует самостоятельно, для регистрации брокерской конторы необходимо иметь лицензию, квалификационный аттестат на право осуществления операций с ценными бумагами, допуск Квалификационной комиссии биржи.

Официальные дилеры (маркет-мейкеры)

Для обеспечения постоянной котировки ценных бумаг, входящих в биржевой листинг, и поддержки их ликвидности на фондовой бирже введен институт маркет-мейкеров. Официальные дилеры назначаются фондовой биржей из числа профессиональных участников рынка ценных бумаг для получения статуса официального дилера. Инвестиционный институт должен отвечать определенным требованиям, а именно: иметь лицензию на осуществление операций с ценными бумагами, опыт работы на рынке ценных бумаг не менее одного года; сотрудники официального дилера, работающие в биржевом зале, должны пройти специальное обучение на автоматизированном рабочем месте РФБ "Тошкент" и иметь аттестат Квалификационной комиссии биржи.

Официальный дилер для осуществления операций с ценными бумагами листинговых предприятий должен обладать собственными активами, минимальный размер которых определяется правлением биржи.

Для проведения операций на листинговой площадке официальный дилер получает соответствующий регистрационный номер биржи на основании свидетельства о разрешении проведе-

ния операций с ценными бумагами, которое действует со дня выдачи до окончания календарного года.

В качестве инвестиционных дилеров могут выступать инвестиционные посредники, инвестиционные компании, акционерно-коммерческие банки, включая нерезидентов Республики Узбекистан.

Ежегодно в течение января биржа пересматривает список дилеров и принимает решение о включении (невключении) в официальный список новых дилеров или исключении действующих.

Биржа может исключить инвестиционный институт из списка официальных дилеров при следующих обстоятельствах:

- лишение лицензии на деятельность в качестве инвестиционного института;
- наличие нарушений положения о маркет-мейкере, внутренних документов биржи;
- в случае представления государственным инспектором отчета о нарушении дилером действующего законодательства о рынке ценных бумаг;
- по решению Квалификационной комиссии самой биржи.

Допуск брокеров к биржевым торгам

Для определения квалификации брокеров, представителей маркет-мейкеров и возможности их допуска к проведению операций с ценными бумагами в операционном зале на РФБ "Тошкент" создана и действует *Квалификационная* комиссия. Квалификационная комиссия состоит из председателя и не менее двух членов комиссии - высококлассных специалистов фондовой биржи. Ее заседания проходят не реже одного раза в месяц. Главная задача комиссии - определение возможности допуска представителей членов биржи и маркет-мейкеров до биржевых торгов - реализуется путем проведения специального экзамена. Лица, претендующие на допуск к экзаменам, а следовательно, и к биржевым торгам, должны иметь необходимые документы и отвечать следующим требованиям:

- наличие квалификационного аттестата на право осуществления деятельности на рынке ценных бумаг органа, осуществляющего регулирование фондового рынка;
- наличие свидетельства о прохождении обучения на автоматизированном рабочем месте в Электронной торговой системе

фондовой биржи (краткосрочное шестидневное обучение проводится либо на самой фондовой бирже, либо в Национальном центре подготовки специалистов рынка ценных бумаг при ТГЭУ);

- наличие необходимого уровня профессиональных знаний как участника рынка ценных бумаг;

- знание основных нормативных документов, определяющих статус ценных бумаг, регулирующих порядок обращения и условий совершения операций с ценными бумагами на РФБ "Тошкент";

- знание внутренних биржевых положений и инструкций, регулирующих деятельность биржи.

Лицам, успешно сдавшим экзамены, квалификационная комиссия биржи выдает специальное свидетельство по утвержденной форме о допуске к биржевым торгам на определенный комиссией срок, но не менее одного года. Брокер, имеющий квалификационное свидетельство, по истечении срока его действия должен представить на биржу те же документы, что и при первичной подаче документов.

Квалификационная комиссия вправе обязать брокера к повторной сдаче экзамена в случаях:

- отрицательного результата по сдаче экзамена в первый раз;

- обоснованных претензий к брокеру со стороны клиентов, инвестиционных институтов или самой биржи;

- нарушения требований законодательства;

- нарушения брокером правил биржевой торговли и, в частности, работы по купле-продаже ценных бумаг в системе электронных торгов;

- уличения в незаконном использовании конфиденциальной информации.

Если брокер повторно не сдал экзамен, Квалификационная комиссия подает рапорт в орган, контролирующий рынок ценных бумаг, об аннулировании аттестата на право осуществления деятельности на рынке ценных бумаг.

При открытии новых торговых площадок, а также дополнительных торговых сессий по торговле новыми финансовыми инструментами Квалификационная комиссия должна провести дополнительное тестирование на знание условий торговых площадок и обращения вводимых новых финансовых инструментов.

Уполномоченные государством органы по регулированию рынка ценных бумаг

В настоящее время в разных странах мира функционируют различные органы регулирования рынка ценных бумаг. Эти страны в зависимости от особенностей подходов к государственному регулированию рынка ценных бумаг в той или иной степени используют сочетание государственного контроля с контролем со стороны саморегулируемых организаций.

Независимо от того, какой принцип организации контроля реализуется, соотношение между государственным регулированием и регулированием со стороны профессиональных объединений участников фондового рынка может быть самым разнообразным. В одних странах решение подавляющей части ключевых вопросов передано в ведение органов государственного управления рынка ценных бумаг. В других странах значительная часть этих вопросов передана в ведение саморегулируемых организаций - фондовых бирж, всевозможных ассоциаций, которые самостоятельно устанавливают "правила игры", но в рамках закона. В третьих - имеют место различные комбинации первых двух вариантов.

В Узбекистане органом, осуществляющим регулирование фондового рынка, является Центр по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг при Госкомимуществе республики. Он был создан Указом Президента Республики Узбекистан 26 марта 1996 г. в целях повышения эффективности функционирования и государственного регулирования рынка ценных бумаг, координации деятельности его участников, обеспечения надежной защиты прав и интересов инвесторов. Центр имеет свои территориальные подразделения (отделы) в каждой области. Решения Центра по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг, принятые в пределах его полномочий, являются обязательными для исполнения государственными и местными органами управления, хозяйствующими субъектами, профессиональными и непрофессиональными участниками рынка ценных бумаг, их объединениями, ассоциациями, а также всеми резидентами и нерезидентами республики, осуществляющими операции с ценными бумагами на территории Узбекистана.

В то же время к государственному регулированию рынка ценных бумаг в Узбекистане причастны и другие органы государственного управления - такие, как Центральный банк, осуществляющий контроль за сферой выпуска и обращения депозитных сертификатов банков, банковских и коммерческих векселей, а также Министерство финансов, регулирующее эмиссию, обращение и погашение государственных ценных бумаг, в частности, государственных краткосрочных облигаций.

Ключевые слова

Приватизация. Модели приватизации. Этапы процесса разгосударствления. Приватизационные инвестиционные фонды (ПИФ). Фондовые рынки. Концепции развития. Регистрация ценных бумаг. Госкомимущество. Оборотный капитал. Первичный рынок. Рынок ценных бумаг Узбекистана. Надзорные структуры. Центр по координации и контролю, за функционированием рынка. Регулирование фондового рынка. Государственное регулирование рынка. Основные задачи и направления Центра по координации. Конфликтная комиссия. Дисциплинарная комиссия. Члены биржи. Права членов биржи. Обязанности. Брокерское место. Правление фондовой биржей. Арендодатель. Арендатор. Официальные дилеры. Регулирование рынка ценных бумаг.

Вопросы для самоконтроля

1. Что такое приватизация?
2. Каковы основные три этапа процесса разгосударствления?
3. Что такое ПИФ?
4. Каковы основные особенности ПИФов?
5. Каковы особенности приобретения ПИФами акций?
6. Каковы главные особенности формирования фондовых рынков?
7. Каковы главнейшие концепции развития фондовых рынков в республике?
8. Каковы основные особенности деятельности Госкомимущества?

9. Какая организация занимается управлением и надзором за качеством функционирования рынка в Республике Узбекистан?

10. Для чего необходимо Государственное регулирование рынка?

11. Опишите подробно, что входит в основные обязанности Центра по координации и контролю за функционированием рынка?

12. Виды комиссий.

13. Когда и по каким причинам может произойти исключение из списка официальных дилеров фондовой биржи?

14. Какая организация проводит регулирование рынка ценных бумаг и для чего необходимо данное регулирование?

ГЛАВА 6. БАНКИ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ

6.1. Роль коммерческих банков на рынке ценных бумаг

Банк - это юридическое лицо, являющееся коммерческой организацией и осуществляющее принятие вкладов от юридических и физических лиц и использование принятых средств, для кредитования или инвестирования на собственный страх и риск, а также проведение платежей. Деятельность банков, в том числе и на рынке ценных бумаг, в Узбекистане регулируется законами "О банках и банковской деятельности" и "О Центральном банке Республики Узбекистан". В нашем государстве, как и в большинстве развитых стран, существует двухуровневая банковская система, во главе которой - Центральный банк - "банк банков", регулирующий деятельность других банков, выполняющий функции "банкира" правительства и регулирующий денежное обращение (первый уровень). Коммерческие банки осуществляют кредитно-расчетное обслуживание хозяйствующих субъектов, выполняют пассивные (связанные с формированием своих собственных ресурсов), активные (операции по размещению вкладов) и комиссионные, не связанные с кредитом операции (банки второго уровня).

Особая роль банков на рынке ценных бумаг состоит в том, что в отличие от других хозяйствующих субъектов, как участники рынка, они одновременно могут выступать в нескольких качествах: в роли эмитентов акций, облигаций, депозитных и сберегательных сертификатов и банковских векселей; в роли инвесторов, приобретающих ценные бумаги других хозяйствующих субъектов и государства; в роли инвестиционных институтов, осуществляющих посреднические операции с ценными бумагами, оказывающих консультационные, депозитарные услуги своим клиентам, услуги по управлению ценными бумагами и денежными средствами, переданными им для инвестиций в ценные бумаги, и т.д. В то же время коммерческие банки являются элементом общей инфраструктуры фондового рынка, и в этом качестве их роль огромна, хотя бы потому, что практически каж-

дый участник рынка ценных бумаг не может обойтись без услуг банка поскольку открывает там расчетные и другие счета, хранит там денежные средства, используемые, в том числе, и для осуществления операций с ценными бумагами. По действующему законодательству банки обязаны контролировать вексельное обращение путем вексельного поручительства (аваля) при выписке векселя банка. Центральный банк как участник фондового рынка также является важной составляющей частью регулятивной системы фондового рынка, так как отвечает за выпуск, обращение, погашение депозитных и сберегательных сертификатов и банковских векселей. Кроме того, Центральный банк с помощью операций на открытом рынке с ценными бумагами осуществляет денежно-кредитное регулирование экономики страны.

Главные *цели* присутствия банков на фондовом рынке следующие:

- привлечение денежных средств (формирование своих пассивов) для осуществления основного вида деятельности;
- получение прибыли от собственных инвестиций в ценные бумаги;
- получение прибыли от предоставления клиентам услуг по операциям с ценными бумагами;
- повышение собственного имиджа и привлечение новой клиентуры;
- подчинение различных банковских и небанковских структур путем скупки контрольных пакетов акций;
- получение информации о конкурентах, клиентах, конъюнктуре рынка, котировках цен и т.п.

Используя свой колоссальный потенциал, а также невозможность на современном этапе развития выполнять свои прямые банковские функции без участия в том или ином качестве на рынке ценных бумаг, банки занимают все более важное место на этом рынке как в качестве его непосредственного участника, так и в качестве важного вспомогательного института общей инфраструктуры рынка, формирующего благоприятные условия для развития торговли ценными бумагами в целом.

В последние несколько десятилетий банки значительно активизировали свою деятельность на рынке ценных бумаг. Они создают различные дочерние компании, специализирующиеся на операциях с ценными бумагами, формируют в своем составе специ-

ального подразделения по исследованию фондового рынка и практической работе на нем, участвуют в различного рода синдикатах и консорциумах. Стремление коммерческих банков расширить операции с ценными бумагами вызвано различными причинами, в числе которых относительное сокращение сферы использования прямых банковских кредитов, растущая доходность от операций с ценными бумагами. Широкая диверсификация операций коммерческих банков с ценными бумагами происходит на основе внедрения современных технических средств информации и телекоммуникации, обеспечивающих быструю передачу информации, ее обработку, глубокий и многофакторный анализ экономической ситуации и перспективного развития фондового рынка.

В 1996 году была создана одна из крупнейших инвестиционных компаний "Инвест-Траст", использующая средства банков для осуществления широкого спектра операций на рынке ценных бумаг. В ее состав сегодня входят брокерско-дилерские организации, депозитарии, реестро-держатели, аудиторские фирмы и другие инвестиционные институты, специализирующиеся на оказании услуг преимущественно банковскому сектору. Создана база данных по 2450 акционерным обществам. На основе разработанной компанией методики автоматизированной расчетно-справочной системы "Инвестиционных эмитентов" произведен анализ 2,5 тыс. предприятий, отобрано около 500 акционерных обществ, являющихся относительно стабильными с точки зрения инвестиционной привлекательности. Их общий объем составлял 17 млрд. сумов с пакетами акций, предназначенных для продажи 4,5 млрд. сумов. Среди коммерческих банков компания распространила список 273 хозяйствующих субъектов Узбекистана, акции которых довольно привлекательны. Благодаря компании коммерческие банки республики и их многочисленные клиенты получают информацию о динамике финансово-экономических показателей акционерных обществ.

6.2. Банки как эмитенты ценных бумаг

В Узбекистане, подавляющее большинство банков имеет статус акционерных обществ, что предполагает для формирования уставных фондов выпуск в обращение ценных бумаг. Одними из

первых с 1991 года в Узбекистане стали выпускать свои акции в обращение "Узпромстройбанк", "Узагропромбанк", "Пахта банк", "Узинбанк", Банк консолидации "Турон", банк "Ипак йули". Значительной частью акций коммерческих банков владело государство в лице его различных органов управления. В соответствии с постановлением Кабинета Министров Республики Узбекистан от 5 января 1999 г. «О мерах по дальнейшему реформированию банковской системы» по предложению Центрального банка Республики Узбекистан с 1 января 2000 г. стали поэтапно повышаться минимальные размеры уставных капиталов коммерческих банков с доведением их по открывающимся в г. Ташкенте - до 2,5 млн. долларов США и по другим населенным пунктам - до 1,25 млн. долларов США в сумовом эквиваленте. Коммерческим банкам республики было рекомендовано в срок до 1 января 2000 года завершить формирование объявленных уставных капиталов, причем увеличение уставных капиталов производилось за счет привлечения средств иностранных инвесторов, а также свободных средств самих банков. Все это привело к значительному поступлению на рынок ценных бумаг банковских акций.

Доля одного акционера в уставном капитале коммерческого банка не должна превышать: с 1 января 2000 года - 20 %, с 1 января 2001 года - 13 % и с 1 января 2002 года - 7 % от общего размера уставного капитала (за исключением доли государства, а также банков с участием иностранного капитала и частных банков). Не допускается участие банка в уставном капитале вновь регистрируемых банков, за исключением случаев создания банков с участием иностранного капитала и дочерних банков. До 2001 года коммерческие банки должны были реализовать принадлежащие им пакеты акций других действующих банков.

Каждый банк должен иметь разработанное и утвержденное Положение об эмиссионной политике (выпуске ценных бумаг), утвержденное Советом банка, где в обязательном порядке должны быть отражены следующие вопросы:

1) стратегия и цели эмиссионной деятельности банка (формирование уставного капитала, поддержание ликвидности, привлечение заемных средств);

2) виды и типы ценных бумаг, которые банк планирует выпускать, сроки эмиссий;

3) поддержание ликвидности и обращаемости ценных бумаг;

4) обеспечение своевременного погашения долговых обязательств.

Заинтересованность коммерческих банков в эмиссии собственных акций и их размещении на открытом рынке объясняется целым рядом обстоятельств. Прежде всего это необходимость формирования пассивов банка.

Процедура выпуска ценных бумаг коммерческими банками обычно включает в себя следующие этапы:

1. *Принятие банком-эмитентом решения о выпуске ценных бумаг.* Решение о выпуске ценных бумаг принимается органом управления банка, имеющим соответствующие полномочия. Как правило, это общее собрание акционеров.

2. *Подготовка проспекта эмиссии ценных бумаг.* Проспект эмиссии ценных бумаг готовится правлением банка, подписывается ее - председателем и главным бухгалтером. В проспекте эмиссии содержатся данные о банке, его финансовом состоянии и сведения о предстоящем выпуске ценных бумаг (общие данные о ценных бумагах, условия и порядок их распространения, данные о расчетных условиях выпуска ценных бумаг, данные о получении по ценным бумагам дивидендов или процентов).

3. *Регистрация выпуска ценных бумаг и проспекта эмиссии.* Эту операцию банк-эмитент проводит в уполномоченном государством органе в установленном законом порядке.

4. *Издание проспекта эмиссии и публикация сообщения в СМИ о выпуске ценных бумаг.* Публикация осуществляется банком-эмитентом путем издания проспекта, обычно в виде отдельной брошюры, тиражом, достаточным для информирования потенциальных покупателей.

5. *Реализация ценных бумаг.* Ее банк-эмитент может начать только после регистрации выпуска, публикации проспекта эмиссии и сообщения о выпуске ценных бумаг. Реклама своих ценных бумаг до регистрации проспекта эмиссии запрещена. Реализация акций может происходить путем продажи их за сумы на основании заключенного с покупателем договора купли-продажи на определенное количество акций. При этом банк может пользоваться услугами посредников - брокерских фирм, с которыми заключает специальные договоры комиссии и поручения. Количество про-

данных акций не должно превышать количества, предполагаемого к выпуску и указанного в регистрационных документах.

6. *Регистрация итогов выпуска.* Эта процедура происходит по окончании реализации ценных бумаг. Банк анализирует его результаты и составляет отчет об итогах выпуска, который подписывается руководством, скрепляется печатью банка и представляется в регистрирующий орган. Последний должен рассмотреть отчет об итогах выпуска, и если с его стороны отсутствуют претензии, регистрирует отчет и итоги выпуска. Если орган, проводящий такую регистрацию, отказывает банку в регистрации, он должен известить эмитента письмом, в котором должны быть четко сформулированы причины отказа (например, нарушение действующего законодательства, банковских правил, инструкций в процессе осуществления выпуска ценных бумаг, несвоевременное представление отчета).

7. *Публикация итогов выпуска ценных бумаг* должна производиться банком-эмитентом в том же печатном органе, где было опубликовано сообщение о выпуске. Все реализованные акции, отчет об итогах выпуска который зарегистрирован, должны быть полностью оплачены покупателями в течение года со дня регистрации выпуска.

Важное место среди банковских ценных бумаг, выпускаемых для формирования своих пассивов, являются депозитные сертификаты. В отличие от банковских акций выпуск сертификатов позволяет банку на штатной основе привлечь заемные средства. В Узбекистане лишь немногие банки выпускают данный вид ценных бумаг. Если на 1 января 1996 г. было выпущено банковских сертификатов на сумму 87,5 млн. сумов, то к середине 1998 года объем их выпуска возрос до 0,5 млрд.

Другим важным финансовым инструментом, прошедшим апробацию в условиях действующей практики Узбекистана являются банковские векселя. Их удельный вес в общем количестве выпущенных векселей составлял примерно 20-25%. ***Банковский вексель - это ценная бумага, удостоверяющая, что предприятие внесло в данный банк депозит в сумме, указанной в векселе.*** Банк обязуется погасить такой вексель при предъявлении его к оплате в указанный в нем срок. При этом на вексель начисляется определенный процентный доход. Между обычными коммерческими и банковскими векселями имеются некоторые отличия. Классический ком-

мерческий вексель имеет кредитную природу, то есть возникает на основе отношений кредита. Банковские векселя возникают, как правило, на основе вклада (векселя под вклад), то есть природа банковских векселей депозитная. Таким образом, банковские векселя по экономической природе близки к депозитным сертификатам, но по правовому режиму - они полноценные векселя, поскольку их правовой режим совпадает с общим режимом векселей всех иных эмитентов. Среди банковских векселей преобладают простые - соло векселя, которые представляют собой одностороннее, ничем не обусловленное обязательство банка заплатить обозначенному в векселе лицу, либо его приказу, либо правопреемнику в установленный срок определенную сумму денег.

Банковские векселя могут выпускаться как в единичном порядке, так и сериями. Серийному выпуску векселей банки отдают явное предпочтение, поскольку в этом случае обеспечивается привлечение большого количества инвесторов и, соответственно, большего объема ресурсов. Вариант или режим выпуска векселей банк выбирает в зависимости от особенностей проблем, решаемых с помощью вексельной эмиссии.

Инвесторов обычно привлекают высокий доход по векселям и возможность досрочно продать (учесть) их в банке-эмитенте. Многие банки, выпускающие векселя, не только берут на себя обязательство учитывать свои векселя до истечения их срока, но и заранее объявляют котировки, то есть курс скупки векселей у их держателей на определенные даты. Это резко повышает ликвидность банковских векселей.

Некоторые банки при реализации своих векселей прибегают к услугам посредников, которые могут производить собственную котировку векселей. Посредники активно работают на вторичном рынке банковских векселей, где, манипулируя ставками доходности и дисконта, получают достаточно высокие прибыли.

Банковские векселя пользуются на рынке неизменно устойчивым спросом. Они восполняют недостаток краткосрочных высоколиквидных инструментов денежного рынка, потребность в которых неизменно, обостряется в условиях инфляции. Достоинство банковских векселей, помимо их доходности и ликвидности, заключается также и в том, что они в отличие от депозитных сертификатов, могут использоваться как платежное средство.

В Узбекистане вексельное обращение получило свое развитие с выходом в июне 1995 г. постановления Кабинета Министров № 204 «О применении векселей в народном хозяйстве Республики Узбекистан». Выход вышеуказанного постановления правительства был обусловлен сложившейся ситуацией в экономике республики: с одной стороны, проведение с начала 1995 г. антиинфляционных мер привело к уменьшению объема ликвидных средств в экономике, а, с другой - структурные диспропорции в переходной экономике привели к накоплению больших взаимозадолженностей между хозяйствующими субъектами. Поэтому одной из главных задач вводимой в Узбекистане системы вексельного обращения являлось решение проблемы неплатежей. Именно поэтому активную работу с векселями начали проводить банки, клиентами которых являлись предприятия базовых отраслей экономики и сельскохозяйственные предприятия. В силу факторов, обусловивших зарождение вексельного обращения в Узбекистане, самыми крупными эмитентами векселей стали банки, клиенты которых располагали значительными оборотными средствами. Так, по состоянию на 1 июля 1996 г. в общем объеме реализации банковских векселей доля только четырех банков («Узпромстройбанк», РСАКБ «Галлабанк», САК «Пахта банк», САКБ «Савдогар») составила 82%.

Банковские векселя, как и векселя коммерческие, могут обращаться. Однако обращаемость банковских векселей, как и коммерческих, ограничена сроком, на который выписан вексель. Об интенсивности обращения векселя говорит количество передаточных надписей (индоссаментов) на нем.

СТРУКТУРА ОБЩЕГО ОБЪЕМА РЕАЛИЗОВАННЫХ БАНКОВСКИХ ВЕКСЕЛЕЙ ПО СОСТОЯНИЮ НА 1.07.96 Г. В ПРОЦЕНТАХ





6.3. Коммерческие банки как инвесторы на рынке ценных бумаг

К банковским инвестициям, как правило, относятся вложения средств в ценные бумаги со сроком погашения более одного года, преследующие цель получения прибыли. Если банк приобретает несколько видов ценных бумаг различных эмитентов, то есть его вложения диверсифицированы, то можно говорить о портфеле инвестиций данного банка. Содержание управления портфелем ценных бумаг в банках практически ничем не отличается от управления портфелями других инвесторов. Цели инвестирования в ценные бумаги у банков - это получение процента, сохранение капитала и обеспечение его прироста на основе роста курсовой стоимости ценных бумаг. На стратегию банков в этой области серьезное влияние оказывает банковское законодательство. В таких странах, как Великобритания, Италия, закон запрещает формировать банку скрытые резервы, возникающие за счет роста курсовой стоимости ценных бумаг, находящихся в портфеле банка. В этих странах банки в своих балансах обязательно должны показывать стоимость своих активов с учетом их переоценки. В других странах, например, Японии, США, ввиду того, что активы отражаются в балансах по покупной или номинальной стоимости, скрытые резервы могут достигать значительных размеров, что, безусловно, толкает банк на наращивание подобных инвестиций.

В большинстве стран банковское законодательство устанавливает определенные требования к качеству ценных бумаг, которые находятся в его инвестиционном портфеле. Эти требования,

обычно, касаются ликвидности ценных бумаг, а также того, что ценные бумаги, формирующие портфель банка, должны либо свободно обращаться на рынке, либо приниматься Центральным банком в виде залога при получении кредита.

Операции банков на рынке ценных бумаг

В период становления фондового рынка Узбекистана (1991-1994 гг.) многие коммерческие банки уделяли большее внимание этой функции. Банки имели брокерские конторы, осуществляющие дилерские и брокерские (за счет и по поручению клиента) операции на фондовой бирже и внебиржевом рынке акций, получая за это комиссионные. Торговля корпоративными ценными бумагами для коммерческих банков связана с большим риском, чем простое предоставление кредита. Поэтому многие коммерческие банки, особенно в - 1995 г., очень осторожно вели себя на рынке корпоративных ценных бумаг. Но уже к началу 2000 г. банки Узбекистана на этом рынке чувствовали себя увереннее. Начиная с марта 1996 г. кредитные учреждения начали осуществлять дилерские и брокерские операции с государственными краткосрочными облигациями. Причем на рынке посреднических услуг банки в целом оказались в наиболее выгодном положении, поскольку и до настоящего времени на рынок ГКО доступ открыт только коммерческим банкам. В Узбекистане коммерческим банкам не запрещено заниматься андеррайтингом. Таким образом, коммерческие банки могут успешно выполнять функции инвестиционных компаний.

В западных странах банки активно работают в части первичного распространения ценных бумаг, как посредники в организации выпуска и первичном размещении ценных бумаг. Широкое распространение получила функция банков по частному размещению ценных бумаг (без объявления в печати и без участия широких слоев подписчиков).

Инвестиционное и финансовое консультирование

Имея значительное число клиентов, банки не только осуществляют их кредитно-расчетное обслуживание, но и оказывают им целый комплекс услуг в области инвестиционного консалтинга, связанного с подбором клиентам иностранного инвестора, подбором инвесторам объектов инвестирования. При этом банки разрабатывают технико-экономическое обоснование инвестиционных проектов, включающее оценку потенциальной эффективности

проекта, составляют инвестиционные программы, осуществляют подготовку проектной документации в соответствии с международными стандартами, осуществляют маркетинговые исследования в рамках реализуемых проектов. Важными банковскими услугами в этой части являются формирование оптимальных эмиссионных портфелей, разработка программ привлечения инвестиций, выбор инструментов, с помощью которых клиент может привлечь необходимые ему денежные средства, разработка бизнес-планов под эмиссию ценных бумаг, прогнозирование доходности по различным видам финансовых инструментов и т.д.

В ряде стран банки осуществляют функции *управляющих компаний*. Эти функции банки выполняют в соответствии с договором, заключаемым с клиентом. При этом банк осуществляет формирование и управление портфелем ценных бумаг клиента и всеми его инвестициями. В этом качестве банки могут обслуживать и инвестиционные фонды.

Трастовые услуги. Это наиболее распространенная сфера деятельности банков. В составе коммерческих банков для выполнения этих операций создаются специальные траст-отделы. Они выполняют трастовые операции для частных владельцев, а также для фирм и акционерных обществ. К их числу относятся: распоряжение активами (имуществом), управление делами акционерных обществ, агентские услуги.

Распоряжение активами. Наиболее распространенными в этой группе операций являются услуги по управлению пенсионными, взаимными и другими целевыми фондами. В данном случае работа траст-отдела сводится к аккумуляции средств для перечисления в тот или иной целевой фонд и выплате денег в соответствии с договором о трасте получателям. В ряде случаев траст-отдел может являться держателем ценных бумаг, обеспечивающих выпущенные фирмой облигации.

Агентские услуги. В данном случае банк действует от имени и по поручению своего клиента, называемого *принципалом* на основании договора, заключенного на определенный срок. Банк в данном случае не получает права распоряжаться собственностью; право на собственность здесь остается у принципала. Агентские услуги сводятся к хранению ценностей в сейфах, причем банк в данном случае получает, хранит и выдает их по поручению клиента или же предо-

ставляет в аренду сейфы, где клиент сам хранит свои ценности, в том числе и ценные бумаги. Выполняя агентские услуги, банк осуществляет хранение активов клиента: действуя по его инструкции, он выполняет операции по получению дивидендов по акциям, процентов по облигациям, погашению последних, обмену ценных бумаг и т.п. Наконец, в рамках агентских услуг осуществляется управление активами принципала, при котором банк осуществляет инвестирование по поручению клиента, заключает договора от имени последнего, передает ценные бумаги, получает ссуды, выписывает и подписывает чеки, индоссирует векселя, анализирует состояние портфеля ценных бумаг, наблюдает за курсами ценных бумаг, находящихся в портфеле клиента, осуществляет куплю-продажу ценных бумаг, оформляет их страховку и т.д.

Ведение реестра акционеров. Обычно к этой услуге прибегают акционерные общества из числа клиентов банка, где имеется значительное количество акционеров. Ведя реестр акционеров, банк получает информацию о составе участников акционерного общества, расстановке сил в нем, движении акций и т.п.

6.4. Вексельные операции коммерческих банков

Вексельные операции - наиболее распространенный вид банковских операций. К ним относятся: учет векселей, переучет векселей, ссуда под векселя, инкассирование векселей, авалирование векселей, акцепт векселей.

Учет векселей - это передача (продажа) векселя векселедержателем банку по индоссаменту до наступления срока платежа и получение за это вексельной суммы, за вычетом определенного процента, называемого учетным процентом или дисконтом.

При поступлении таких векселей банку последний изучает возможность учета векселей, и в случае положительного решения вносит в индоссамент свои реквизиты с одновременной отметкой «учтен». Ставка учетного процента устанавливается самим банком.

Естественно, право требования по векселю переходит в этом случае банку. Если вексель не оплачивается в срок, он передается нотариусу для оформления протеста, после чего банк требует погашения векселя от векселедателя. В случае непогашения банк обращается в суд о принудительном взыскании долга.

Представленные к учету векселя проверяются банком на предмет их юридической и экономической надежности. Юридическая надежность векселя определяется правильным заполнением всех обязательных реквизитов, полномочиями лиц, подписавших векселя, и подлинностью самих подписей. Экономическая надежность векселя означает подтверждение уверенности в его оплате. Банк изучает кредитоспособность не только клиента, но и всех индоссаментов (лиц, оставляющих подписи на векселе, солидарно ответственных по нему). При этом банк использует всевозможные способы получения информации - от материалов опубликованных в прессе, аналитических и статистических бюро до независимых аудиторских отчетов.

К учету принимаются векселя, основанные на товарных и коммерческих сделках. Бронзовые и дружеские, а также выданные лицами, допустившими их до протеста, к учету не принимаются. Предпочтение также отдается векселям известных своей надежностью компаний или акцептованных другими банками.

Для того, чтобы получить денежные средства по учтенным векселям в срок, каждый банк ведет картотеку по срокам наступления платежей в разрезе векселедателей и векселепредъявителей. На каждое число в банке составляются специальные ведомости, в которых заполняются данные по всем векселям, сроки платежей по которым приходятся на данное число, с указанием порядкового номера векселя по банковской книге регистрации, наименования векселедателей, предъявителей и валюты векселя. После поступления платежа по векселю в ведомости делается соответствующая отметка, а сам вексель возвращается плательщику. В случае досрочного поступления платежа плательщику возвращается процент за время, оставшееся до наступления срока платежа, рассчитанный на основе ставки банка по текущим счетам.

К основным функциям современных центральных банков относятся:

1) выпуск кредитных денег (денежная эмиссия);

2) аккумуляция и хранение кассовых резервов других кредитов учреждений;

3) хранение официальных золотовалютных резервов страны;

4) предоставление кредитов коммерческим банкам;

5) выполнение кредитных и расчетных операций для правительства;

6) организация и осуществление расчетов, а также переводки операций;

7) денежно-кредитное регулирование экономики.

Центральные банки могут выступать в качестве эмитентов ценных бумаг. В Узбекистане, например, Центральному банку разрешено выпускать в обращение депозитные и сберегательные сертификаты, а также векселя. Центральный банк Узбекистана сам разрабатывает и утверждает положения и инструкции, регламентирующие такие выпуски.

Центральные банки могут выступать и в роли инвесторов. Как правило, центральные банки приобретают ценные бумаги не для получения доходов по ним, а в целях денежно-кредитного регулирования экономики. Например, Центральный банк Узбекистана имеет право приобретать государственные краткосрочные облигации.

Следует также отметить, что во многих случаях центральные банки, будучи ответственными за состояние денежного обращения государства, являются организаторами торгов государственными ценными бумагами. Они не только изначально организуют аукционы и вторичную торговлю, но и выполняют ряд очень важных технических операций по обслуживанию внутреннего и внешнего государственного долга, обеспечивая хранение и учет прав на государственные ценные бумаги, осуществляя погашение и выплату доходов по ним по поручению казначейства (Министерства финансов), выполняя другие его поручения, а также взаимодействуя с дилерами. Будучи "банками банков", Центральные банки регулируют деятельность коммерческих банков и, в частности, связанную с выдачей ссуд на приобретение ценных бумаг.

Ключевые слова

Банк. Законы «О банках и банковской деятельности», «О Центральном банке». Пассивные, активные, комиссионные операции. Роль банков. Цели банков. Инвестиционные компании. Акционерные общества. Эмитенты ценных бумаг. Доля акционеров. Выпуск ценных бумаг. Регистрация. Издание эмиссии. Реализация. Итоги выпуска. Банковский вексель. Банковские инвестиции. Портфель ценных бумаг. Ликвидность. Доходность. Риски. Период становле-

ния. Операции на рынке ценных бумаг. Инвестиционное и финансовое консультирование. Трастовые услуги. Распоряжение активами. Агентские услуги. Ведение реестра акционеров. Вексельные операции. Учет векселей. Функции центральных банков.

Вопросы для самоконтроля

1. Какие законы о банках являются главенствующими на данном этапе? Охарактеризуйте их сущность.
2. Какие операции совершает банк?
3. Что означают пассивные, активные и комиссионные операции?
4. Какую роль играют инвестиционные компании и акционерные общества на рынке ценных бумаг и фондовых рынках?
5. Какова роль банков на рынке ценных бумаг?
6. Каковы цели присутствия банков на фондовом рынке?
7. Какие этапы включает в себя процедура выпуска ценных бумаг?
8. Что такое банковский вексель?
9. Что включают в себя банковские инвестиции?
10. Что такое портфель ценных бумаг?
11. Почему необходимо инвестиционное и финансовое консультирование?
12. Какие операции проводятся на рынках ценных бумаг?
13. Как проводятся вексельные операции, кем и для чего?
14. Как ведется учет векселей?
15. Каковы основные функции современных центральных банков?

ГЛАВА 7. АУДИТ И РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ

Информация, предоставляемая эмитентами и профессиональными участниками рынка ценных бумаг в целях защиты прав и интересов инвесторов, других участников рынка, должна быть достоверной. Проблема достоверности информации решается с помощью аудита.

Аудит - вид деятельности по сбору, оценке фактов функционирования и экономического положения хозяйствующего субъекта или фактов, касающихся информации о таком функционировании, которую осуществляют компетентные независимые лица, дающие заключение о качественной стороне функционирования, положения или информации в соответствии с определенными критериями. Иными словами, аудит - это ревизия деятельности фирмы за определенный период времени в соответствии с установленными стандартами учета и отчетности и правилами ревизии.

Цель аудиторской проверки - установить правильность указанных в финансовой отчетности показателей и определить размеры прибыли для выплаты соответствующих налогов и отчислений. Порядок ревизии устанавливается национальным законодательством или нормами проведения такой ревизии, а также положениями Международной федерации аудиторов (МФА).

Аудиторская проверка в зависимости от целей может приобретать различный характер: ревизия исполнения и оперативная ревизия; выборочная ревизия и программное планирование; ревизия статей расходов и поступлений; ревизия статей баланса; внешняя и внутренняя ревизия; ревизия в условиях использования компьютеров; проверка систем контроля; программы компьютерной ревизии и т.п. Аудиторская проверка дает подтверждение правильности и точности составления бухгалтерской отчетности, адекватного отражения в ней финансового состояния фирмы, наличия эффективного контроля за ведением бухгалтерского учета и его анализа управленческим персоналом. Проведение аудита компании предполагает выявление следующих вопросов:

- функционирование учетной системы клиента: правильность и своевременность отражения операций в первичном учете; четкость перенесения записей в общий регистр (главная книга); наличие подтверждающих документов; соответствующее общепринятым стандартам оформление и подготовка финансовой документации;

- проверка действия компьютерной учетно-контрольной системы; своевременность и качественность обнаружения ошибок и неточностей, допущенных при учете и документальном оформлении операций; выявление слабых мест системы.

Аудиторское заключение представляется руководству фирмы для включения в годовой отчет, утверждаемый акционерами на общем собрании, и налоговым органам страны для подтверждения достоверности и точности показателей, приводимых в финансовой отчетности. Аудиторское заключение, помещаемое в годовом отчете, объемом не более одной страницы, обычно содержит сообщение, что фирма прошла аудиторскую проверку и ее отчетные финансовые показатели соответствуют фактическому состоянию дел. Заключение аудитора подтверждается аудиторским сертификатом или подписью аудитора, который несет юридическую ответственность за результаты проверки. В сертификате отмечается, что аудиторские действия, предпринятые в процессе проверки финансового отчета, отвечают утвержденным мировым стандартам работы и, что финансовый отчет был подготовлен в соответствии с общепринятыми учетными принципами.

В случае нарушения общеустановленных правил (фальсификация данных отчетности, раскрытие конфиденциальной информации) аудитор подвергается уголовному наказанию или штрафу в зависимости от степени нарушения закона и причиненных убытков как фирме, так и пользователям информации.

Во всем мире деятельность аудиторов регулируется законодательно. В соответствии с законами Европейского сообщества каждая компания на своем ежегодном общем собрании акционеров должна назначать аудитора или аудиторов.

Аудиторы должны представить акционерам заключения по всем рассмотренным ими счетам, балансу, отчету о прибылях и убытках, и по всем консолидированным счетам. В этом заключении должно содержаться мнение аудитора о правильности составления перечисленных документов с точки зрения закона, а также

должна быть дана точная картина состояния дел компании и указан размер прибыли и убытка по состоянию на конец финансового года. При подготовке заключения аудитор должен провести проверку таким образом, чтобы иметь мнение о правильности ведения компанией бухгалтерского учета, соответствии баланса компании и счета прибылей и убытков бухгалтерским записям. Причем, согласно действующим практически во всех странах законам, фирма сама должна декларировать свои доходы для исчисления и уплаты налогов государственным органам. За составление фальсифицированных отчетов фирмы привлекаются к суду.

Аудиторская проверка предполагает выполнение не только контролирующих функций, но и консультационную помощь по всем вопросам ведения учета и отчетности, а также менеджмента.

Аудиторская проверка - это нормальный процесс, который ведется на протяжении всего отчетного года. В ходе проверки аудиторы выявляют текущие отклонения от запланированных показателей и оказывают руководству фирмы помощь в устранении недостатков.

В последние два десятилетия аудиторская деятельность превратилась в международную сферу услуг. Доходы от предоставления аудиторских услуг в мировом масштабе только крупнейшими аудиторскими фирмами превышают 1500 млн. долл. в год. Аудиторские услуги как международная сфера услуг включают предоставление услуг иностранным заказчикам, в том числе через широкую сеть заграничных дочерних предприятий и аудиторских контор, принадлежащих крупнейшим аудиторским фирмам, сфера деятельности которых существенно расширилась. Наряду с проведением проверок финансовой отчетности аудиторские фирмы оказывают консультационные услуги в области бухгалтерского учета, налогообложения, менеджмента, маркетинга и по другим вопросам. Консультационные услуги аудиторских фирм включают разработку рекомендаций по самому широкому кругу вопросов организации производственно-хозяйственной деятельности фирм.

Виды услуг, предоставляемые аудиторскими организациями участникам рынка ценных бумаг:

- аудит и организация учета; консультирование по вопросам налогообложения на внутреннем и внешних рынках; консультирование руководства корпораций по вопросам финансового положе-

ния и кредитования; консультирование частных лиц — акционеров, потенциальных инвесторов о финансовом положении интересующих их фирм; услуги государственным учреждениям и предприятиям, в том числе и по вопросам приватизации; услуги корпорациям и банкам по вопросам финансирования; услуги корпорациям по менеджменту, выработка стратегии управления финансами, внедрение информационных технологий и телекоммуникаций, маркетинг, подбор и расстановка кадров, составление бизнес-планов для представления банкам в связи с получением кредитов;

- услуги по оценке имущества и средств корпорации в связи с ее ликвидацией (банкротством) с целью удовлетворения интересов кредиторов и акционеров, оказание услуг, направленных на предотвращение банкротства;
- оказание помощи инвестиционным институтам, консультирование их по организационно-правовым вопросам создания фирм, обучение их ведению хозяйственно-финансовой деятельности и менеджменту;
- подготовка и анализ технико-экономического обоснования, необходимого для регистрации корпорации;
- услуги по повышению эффективности производства и сбыта, совершенствованию внутрифирменного планирования;
- услуги, связанные с изменением правового положения корпорации, характера собственности со слиянием и поглощением фирм (выработка стратегии поглощения);
- услуги, связанные с толкованием законодательства, касающегося деятельности корпорации на рынке конкретной страны;
- консультирование по вопросам международной деятельности, создания и приобретения заграничных предприятий;
- услуги по подысканию деловых партнеров, проведению предварительных переговоров, созданию совместных предприятий;
- услуги по разработке технологических процессов;
- услуги по обучению аудиту; услуги по ведению бухгалтерского учета в небольших фирмах;
- участие в роли арбитра при спорах между партнерами при разделе прибылей и имущества.

Обычно аудиторские фирмы организуют в своем составе специализированные подразделения: аудиторские, налоговые, консультационные, в которых заняты специалисты различных про-

фессий и областей знаний. Обычно аудиторская фирма имеет долговременные связи со своими клиентами и предоставляет услуги в комплексе. Аудиторские фирмы обладают обширными базами данных, содержащими конфиденциальную информацию о состоянии дел у своих клиентов и размерах выплачиваемых ими налогов. Аудиторы не могут владеть прямо или косвенно (через членов семьи) акциями фирм-клиентов, где бы они ни находились. Ежегодно аудитор обязан подписывать документ-обязательство об "инвестиционной независимости". Интерес к результатам аудиторской проверки или заключению проявляют не только акционеры и инвесторы, но и служащие фирм, брокеры бирж, деловые партнеры, кредиторы, представители профсоюзов, журналисты. Они получают информацию о финансовом положении интересующих их компаний за определенную плату или через официальные публикации.

7.1. Возникновение аудита в Узбекистане

В Узбекистане аудит появился в начале 90-х годов. Именно с развитием предприятий негосударственного сектора возникла потребность в аудите, поскольку рыночные структуры нуждались в независимой, сторонней оценке своей деятельности. В то время законом не предусматривалась обязательность аудита для каких-либо предприятий, однако многие коммерческие структуры, желая действовать принципиально по-новому, сами приглашали аудиторов для проведения проверок с целью подтверждения правильности ведения ими бухгалтерского учета и финансовой отчетности. Именно так дело обстояло с некоторыми коммерческими банками и биржей, которые пользовались услугами независимых аудиторов для подтверждения своих балансовых показателей уже в 1991- 1992 годах.

Аудит – это независимая экспертиза и анализ финансовой отчетности хозяйствующих субъектов, уполномоченными на то лицами – аудиторами (аудиторскими фирмами), с целью определения ее достоверности и соответствия финансовых и хозяйственных операций законодательным и иным нормативным актам страны, а также полноты, реальности, соответствия требованиям, предъявляемым к ведению бухгалтерского учета или финансовой отчетности.

В соответствии с новой редакцией Закона Республики Узбекистан "Об аудиторской деятельности", принятого 26 мая 2000 года, под аудиторской деятельностью понимается предпринимательская деятельность аудиторских организаций по проведению аудиторских проверок и оказанию иных сопутствующих профессиональных услуг, к которым относятся: -постановка, восстановление и ведение бухгалтерского учета; -составление финансовой отчетности; -перевод национальной финансовой отчетности на международные стандарты бухгалтерского учета; -анализ финансово-хозяйственной деятельности хозяйствующих субъектов; -консалтинг по бухгалтерскому учету, налогообложению, планированию, менеджменту и другим вопросам финансово-хозяйственной деятельности; -составление расчетов и деклараций по налогам и другим обязательным платежам.

В 1994-1996 гг. значительная часть аудиторских фирм наряду с основной своей деятельностью начала заниматься оценкой стоимости имущества приватизируемых предприятий. Это существенно приблизило отдельные аудиторские фирмы к акционерным обществам, позволило им вникнуть в законодательство о ценных бумагах, разобраться в системе управления, изучить вопросы начисления и выплаты дивидендов, налогообложения доходов от ценных бумаг. До 1996 года аудит был мало связан с фондовым рынком, поскольку ставил своей целью только подтверждение правильности ведения бухгалтерского учета и финансовой отчетности и защиту акционерных обществ от санкций налоговых органов.

С принятием в 1996 г. законов "Об акционерных обществах и защите прав акционеров", «Механизме функционирования рынка ценных бумаг» аудит превращается в мощный инструмент защиты прав и интересов инвесторов и, в частности, акционеров, поскольку каждое акционерное общество должно в установленный срок опубликовать отчет о своей финансово-хозяйственной деятельности, заверенный независимым аудитором.

Основная часть аудиторских организаций концентрируется в г. Ташкенте – столице, крупнейшем промышленном центре, где функционирует огромное количество национальных и совместных предприятий. Из 500, примерно, зарегистрированных в Министерстве финансов аудиторских организаций более половины

приходится на столицу. В областях же количество аудиторских фирм колеблется в пределах от 5 до 30.

Институциональное управление аудитом находится в ведении Министерства финансов. В республике создана и действует Ассоциация бухгалтеров и аудиторов Узбекистана. Ассоциация, помимо нормотворческой деятельности, занимается подготовкой кадров в указанной области, а также представляет отечественный аудит в рамках постсоветского пространства. В 2000 году была создана Палата аудиторов.

В настоящее время уставный капитал аудиторской организации должен быть не менее 1200 минимальных заработных плат. Обязательной аудиторской проверке ежегодно подлежат акционерные общества, банки, страховые организации, инвестиционные и иные фонды, аккумулирующие средства юридических и физических лиц, некоторые виды внебюджетных фондов, хозяйствующие субъекты, имеющие в уставном фонде долю государства. Уклонение от проведения обязательной аудиторской проверки влечет за собой взыскание штрафа в размере от 100 до 500 минимальных зарплат. По результатам аудиторской проверки заказчику представляются аудиторский отчет и аудиторское заключение.

Аудиторский отчет – документ, адресованный руководителю, собственнику, общему собранию участников (акционеров) хозяйствующего субъекта, содержащий подробные сведения о выявленных в ходе проверки отклонениях от установленного порядка ведения бухгалтерского учета, нарушениях в финансовой отчетности. На основании аудиторского отчета составляется аудиторское заключение – документ, содержащий выраженное в письменной форме мнение аудиторской организации о достоверности финансовой отчетности и соответствии порядка ведения бухгалтерского учета установленным требованиям законодательства.

Постановлением Кабинета Министров РУз. 161 от 25 апреля 1996 г. было создано неправительственное агентство по оказанию консультационно-аудиторских и информационных услуг участникам рынка ценных бумаг Республики Узбекистан.

Одной из главных целей агентства является аудит участников рынка ценных бумаг (акционерных обществ, инвестиционных институтов и других хозяйствующих субъектов). Создав свои дочерние предприятия в каждой области республики, имея воз-

можность проводить через них общую стратегию, тактику, методологию и стиль работы, а также мониторинг по разным вопросам аудита, сыграло определенную роль в развитии аудита в республике. В течение четырехлетнего периода деятельности на рынке аудита агентство добилось ощутимых результатов. Ежегодно оно осуществляет более чем 1200 проверок, из которых, примерно, половина приходится на акционерные общества, ПИФы, акционерные компании. В числе клиентов "Консаудитинформа" по аудиту такие крупные предприятия, как ГАО "Алмалыкский горно-металлургический комбинат" (АГМК), ГАО "Ташкентский тракторный завод" (ТТЗ), ГАО "Ташкентское авиационное производственное объединение им. В.П. Чкалова" (ТАПОиЧ), АО "Узхимфарм", страховые компании "Кафолат", страховое агентство Агропромбиржа, ташкентские офисы аудиторских фирм большой пятерки аудиторов "деллойт энд туш" и "Эрнст энд Янг", Центральноазиатско-американский фонд поддержки предпринимателей и другие. Многие из них заключили с агентством договора на аудиторское обслуживание (постоянное аудиторское сопровождение в течение года или нескольких лет). Агентство первым из аудиторских организаций республики начало страховать аудиторские риски.

7.2. Значение аудита

Роль аудита на современном этапе становления рыночных отношений возрастает.

Во-первых, аудит служит хорошим средством самоконтроля деятельности предприятий и организаций. Каждый хозяйствующий субъект имеет право проверить себя на правильность соблюдения законодательства в области бухгалтерского и финансового законодательства и тем самым снизить риск негативных последствий проверок контролирующих органов.

Во-вторых, существенно облегчается задача последних, поскольку, аудиторские проверки по закону должны осуществлять профессионалы, имеющие специальный квалификационный диплом аудитора, выдержавшие специальный экзамен. Акционеры, имея заключение независимого аудитора, имеют возможность убедиться в том, что предприятие, куда они вложили деньги,

ведет учет в рамках действующего законодательства, что и прибыль, и дивиденды рассчитаны правильно.

Наконец, аудит дает возможность директору предприятия оценить работу бухгалтерии, других хозяйственных служб, а наблюдательному совету – руководителя исполнительного органа, поскольку последний отвечает за организацию ведения на предприятии бухгалтерского учета и функционирование служб и отделов. С точки зрения развития экономической системы, в результате аудиторского контроля самые различные уровни управления, вплоть до государственного, должны получить достоверную информацию о состоянии бизнеса, финансов организаций, выполнении обязательств по налогам, а также по другим аспектам экономической деятельности хозяйствующих субъектов, в частности, и для акционерных обществ. И прежде всего это необходимо для принятия верных и эффективных управленческих решений.

В мировой практике без заключения престижной аудиторской организации предприятию даже не имеет смысла вести какие-либо переговоры о проведении деловых операций. Иностранные инвесторы также с определенной настороженностью направляют свои капиталы в те предприятия, публичная достоверность финансовой отчетности которых не подтверждена авторитетной аудиторской фирмой. Недостаточно качественное развитие института аудита в Республике Узбекистан в определенной степени обусловливает и недостаточную инвестиционную активность, ибо нет гарантий достоверности финансовой информации и реальности реализации инвестиционных проектов.

Наличие достоверной финансовой информации, обеспечиваемой аудиторами, позволяет повысить эффективность функционирования рынка капиталов, интенсифицировать экономические процессы, тем самым создавая реальные дополнительные предпосылки для дальнейшего экономического роста, а также дает возможность оценивать и прогнозировать последствия различных управленческих решений в области экономики, инвестиционной политики и налогообложения.

Ключевые слова

Аудит. Достоверность информации. Цели проверок. МФА. Аудиторское заключение. Руководство компании. Фальсификация данных, раскрытие секретной информации. Уголовное наказание. Услуги аудиторских организаций. Подразделения аудиторских организаций. Аудит. Услуги аудита. Оценка стоимости имущества. Время появления аудита в Узбекистане. Ташкент. Министерство финансов. Уставный капитал. Обязательная аудиторская проверка. Аудиторский отчет.

Вопросы для самоконтроля

1. Что такое аудит?
2. В каких целях проводят аудиторские проверки?
3. Какие вопросы необходимо выяснить в ходе аудиторской проверки?
4. Как выполняется аудиторское заключение?
5. Где необходимо поместить данные аудиторской проверки (аудиторское заключение)?
6. Какое наказание предусмотрено при выявлении нарушений?
7. Какие виды услуг предлагают аудиторские организации?
8. Какие подразделения находятся в составе аудиторских организаций?
9. Как можно получить данные проверок?
10. Когда впервые появился аудит в Республике Узбекистан?
11. Каковы основные услуги аудита?
12. Каким министерством ведется управление аудиторских организаций?
13. Когда в Узбекистане была создана Палата аудиторов?
14. Какие организации и фирмы подвергаются обязательной аудиторской проверке?

ЛИТЕРАТУРА

1. *Каримов И.А.* Узбекистан по пути углубления экономических реформ. Т.: Узбекистон, 1995.

2. *Каримов И.А.* Задачи и приоритеты второго этапа экономических реформ. Т.: Узбекистон, 1995.

3. *Каримов И.А.* Узбекистан на пороге XXI века: угрозы безопасности, условия и гарантии. Узбекистан, устремленный в XXI век. Т.: Узбекистон, 1999.

4. Закон Республики Узбекистан "О разгосударствении и приватизации" от 9. 10. 1991.

5. Закон Республики Узбекистан "О ценных бумагах и фондовой бирже". Т., 1993.

6. Закон Республики Узбекистан "Об акционерных обществах и защите прав акционеров". Т., 26.04.1996.

7. Положение о реестре акционеров АО от 15.05.1996.

8. Закон Республики Узбекистан "О национальном депозитарии".

9. *Алексеев В.А.* Рынок ценных бумаг. М.: Финансы и статистчка, 1993.

10. *Алехин В.И.* Введение в фондовые операции. М.: Финансы и статистика, 1991.

11. Рынок ценных бумаг и его финансовые институты / Под ред. В.С.Торкановского. Санкт-Петербург: АО "Комплект", 1994.

12. *Тьюлз Дж., Бредли Э., Тьюлз М.* Фондовый рынок. М.: Инфра-М, 1997.

13. Ценные бумаги в России и работа с ними / Под ред. Л.В. Атаманчука. М., 2001.

14. *Ходжаев Б.А., Гафуров Ш., Шаулов Д., Кап У.Т.* Финансовые операции по производственно-хозяйственной деятельности акционерных обществ и предпринимательских структур в условиях формирования многоукладной экономики на территории Узбекистана. Т., 1997.

15. *Волжин И.О., Ергашбаев В.В.* Финансовый анализ. Т.: Мир экономики и права, 1998.

16. *Чжен В.А.* Основы приватизации. Т.: Бизнес каталог, 1996.

17. *Гафуров Ш., Беркинов Б., Пичугина О.* Рынок ценных бумаг. Т., 1995.

18. Рынок ценных бумаг / Под ред. В.А. Галанова, А.И. Басова. М.: Финансы и статистика, 1996.

19. *Бутиков И.Л.* Рынок ценных бумаг. Т.: Консаудитинформ, 2001.

ОГЛАВЛЕНИЕ

ВВЕДЕНИЕ **3**

ГЛАВА 1. ЦЕННЫЕ БУМАГИ И ИХ ХАРАКТЕРИСТИКА

1.1. Общее понятие ценных бумаг 4
1.2. Акции 12
1.3. Облигации 16
1.4. Казначейские обязательства и депозитные сертификаты ... 21
1.5. Векселя 24

ГЛАВА 2. РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ

2.1. Обращение и размещение ценных бумаг 32
2.2. Сделки и расчеты на рынке ценных бумаг 34
2.3. Понятие производных ценных бумаг 37
2.4. Понятие рынка ценных бумаг 49
2.5. Разновидности рынков ценных бумаг 57
2.6. Участники рынка ценных бумаг 62

ГЛАВА 3. РАЗНОВИДНОСТИ ЦЕННЫХ БУМАГ

3.1. Дивиденды. Порядок их определения, начисления и выплаты 78
3.2. Прогнозирование курса акции 81
3.3. Основы финансового анализа эмитентов 82
3.4. Характеристика индексов ценных бумаг и их значение 95

ГЛАВА 4. РЕЙТИНГИ ЦЕННЫХ БУМАГ

4.1. Основные этапы осуществления сделок купли-продажи ценных бумаг 101
4.2. Риски при осуществлении сделок купли-продажи ценных бумаг 110
4.3. Биржа 117

ГЛАВА 5. МОДЕЛЬ ПРИВАТИЗАЦИОННОГО ПРОЦЕССА В РЕСПУБЛИКЕ УЗБЕКИСТАН

5.1. Особенности современного состояния фондового рынка Узбекистана и перспективы его развития 149
5.2. Центр координации рынка ценных бумаг 153
5.3. Понятие брокерского места. Официальные дилеры (маркет-мейкеры). Порядок допуска брокеров к биржевым торгам . 161

ГЛАВА 6. БАНКИ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ

6.1. Роль коммерческих банков на рынке ценных бумаг 174
6.2. Банки как эмитенты ценных бумаг 176
6.3. Коммерческие банки как инвесторы на рынке ценных бумаг 182
6.4. Вексельные операции коммерческих банков 185

ГЛАВА 7. АУДИТ И РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ

7.1. Возникновение аудита в Узбекистане 193
7.2. Значение аудита 196

ЛИТЕРАТУРА 199

САМАНДАР КАЛАНДАРОВИЧ КАБУЛОВ

РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ

Учебное пособие

Редактор *Э.Хуснутдинова*
Технический редактор *М.Алимов*
Компьютерная верстка *А.Рузиев*

Подписано в печать 06.08.2007. Формат 60x84 1/16.
Усл.печ.л. 11,7. Уч.-изд.л. 12,7. Тираж 500 экз. Заказ № 234.
Цена договорная.

Издательство «IQTISOD–MOLIYA».
700084, Ташкент, ул. Х. Асомова, 7.
Счет-договор № 51-2007.

Отпечатано в типографии
ООО «Тошкент тезкор босмахонаси»
100200. Ташкент ул. Радиальная, 10.

ISBN 978-9943-13-035-7

ISBN 978-9943-13-035-7

И. Бутиков

РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ

И. Бутиков

РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ

Консаудитинформ
2001

И. Бутиков

РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ

Рекомендовано Министерством высшего и среднего специального образования Республики Узбекистан в качестве учебника для студентов экономических специальностей высших учебных заведений

Ташкент
Консаудитинформ
2001

УДК 336 (575.1)

Поддержка данного проекта была осуществлена Фондом ЕВРАЗИЯ за счет средств, предоставленных Агентством по Международному Развитию Соединенных Штатов Америки (AID). Точка зрения, отраженная в данном документе и самим автором, может не совпадать с точкой зрения Агентства по Международному Развитию или Фонда ЕВРАЗИЯ.

Рецензенты:
кафедра "Ценные бумаги и биржевое дело"
Ташкентского финансового института;
кафедра "Страховое дело, ценные бумаги и фондовый рынок" Ташкентского государственного экономического университета.

Бутиков И.Л. Рынок ценных бумаг. Учебник. - Ташкент: Консаудитинформ, 2001. - 472 с.

Рассматриваются понятие, определения и классификация ценных бумаг, разновидности фондовых рынков, акционерные общества, инвестиционные институты, банки, фондовые биржи, государственное регулирование и конъюнктура рынка ценных бумаг.

© Консаудитинформ, 2001

ОГЛАВЛЕНИЕ

	Вступительное слово	9
	От автора	11
Раздел I.	**Ценные бумаги и их характеристика**	**14**
Глава 1.	Общее понятие ценных бумаг	14
Глава 2.	Акции	20
Глава 3.	Облигации	25
Глава 4.	Казначейские обязательства	36
Глава 5.	Депозитные сертификаты	36
Глава 6.	Векселя	39
Глава 7.	Понятие производных ценных бумаг	47
	Основные понятия и термины	55
	Нормативные документы	56
	Литература	57
Раздел II.	**Рынок ценных бумаг**	**58**
Глава 8.	Понятие рынка ценных бумаг	58
Глава 9.	Разновидности рынков ценных бумаг	65
Глава 10.	Описание технологий торговли ценными бумагами	75
Глава 11.	Участники рынка ценных бумаг	78
Глава 12.	Основные этапы осуществления сделок купли-продажи ценных бумаг	87
Глава 13.	Риски при осуществлении сделок купли-продажи ценных бумаг	100
Глава 14.	Особенности современного состояния фондового рынка Узбекистана и перспективы его развития	103
	Основные понятия и термины	117
	Нормативные документы	118
	Литература	118
Раздел III.	**Акционерное общество как субъект фондового рынка**	**120**
Глава 15.	Акционирование и его особенности в условиях массовой приватизации	120
Глава 16.	Общие организационные основы акционерного общества	127
Глава 17.	Порядок создания акционерных обществ путем преобразования государственных предприятий	135
Глава 18.	Организация вновь создаваемых акционерных обществ	144

Глава 19.	Управление акционерным обществом	150
Глава 20.	Дивиденды. Порядок их определения, начисления и выплаты	160
Глава 21.	Контрольный пакет акций. Холдинги. Финансово-промышленные группы	166
	Основные понятия и термины	173
	Нормативные документы	173
	Литература	174
Раздел IV.	**Инвестиционные институты**	**175**
Глава 22.	Общая характеристика инвестиционных институтов	175
Глава 23.	Инвестиционные посредники	179
Глава 24.	Инвестиционные консультанты	185
Глава 25.	Инвестиционные компании	190
Глава 26.	Инвестиционные фонды	192
Глава 27.	Управляющие компании	200
Глава 28.	Депозитарии	206
Глава 29.	Расчетно-клиринговые организации	213
Глава 30.	Реестродержатели	220
Глава 31.	Номинальные держатели ценных бумаг	225
Глава 32.	Фондовые магазины	230
	Основные понятия и термины	233
	Нормативные документы	233
	Литература	234
Раздел V.	**Банки на рынке ценных бумаг**	**235**
Глава 33.	Роль коммерческих банков на рынке ценных бумаг	235
Глава 34.	Банки как эмитенты ценных бумаг	242
Глава 35.	Коммерческие банки как инвесторы на рынке ценных бумаг	248
Глава 36.	Коммерческие банки как инвестиционные институты	253
Глава 37.	Вексельные операции коммерческих банков	258
Глава 38.	Центральные банки на рынке ценных бумаг	265
	Основные понятия и термины	271
	Нормативные документы	271
	Литература	272
Раздел VI.	**Фондовая биржа**	**273**
Глава 39.	Фондовая биржа - как важнейший институт рыночной экономики	273
Глава 40.	Становление фондовой биржи в Узбекистане	278

Глава 41. Современные организационные основы фондовой биржи. РФБ "Тошкент" и функции ее подразделений 287
Глава 42. Члены фондовой биржи. Понятие брокерского места. Официальные дилеры (маркет-мейкеры). Порядок допуска брокеров к биржевым торгам 293
Глава 43. Допуск ценных бумаг к биржевым торгам. Процедура листинга. Понятие котировки ценных бумаг 300
Глава 44. Механизм проведения биржевых торгов 312
Глава 45. Взаимоотношения биржевых брокеров и клиентов. Виды приказов. Порядок разрешения споров. Биржевые санкции 323
Глава 46. Крупнейшие фондовые биржи мира 330
Основные понятия и термины 342
Нормативные документы 343
Литература 343

Раздел VII. Государственное регулирование рынка ценных бумаг 344

Глава 47. Сущность государственного регулирования рынка ценных бумаг 344
Глава 48. Органы, осуществляющие регулирование рынка ценных бумаг 350
Глава 49. Комиссия по ценным бумагам и фондовым биржам США 358
Глава 50. Защита прав и интересов инвесторов. Раскрытие информации участниками рынка ценных бумаг 371
Глава 51. Эволюция законодательства о рынке ценных бумаг Узбекистана 379
Глава 52. Эволюция законодательства в области рынка ценных бумаг США 405
Основные понятия и термины 421
Нормативные документы 422
Литература 422

Раздел VIII. Конъюнктура рынка ценных бумаг 423

Глава 53. Основы финансового анализа эмитентов 423
Глава 54. Характеристика индексов ценных бумаг и их значение 428
Глава 55. Рейтинги ценных бумаг 435
Глава 56. Информирование участников фондового рынка 439

Глава 57. Аудит и рынок ценных бумаг 451
Основные понятия и термины 459
Нормативные документы 460
Литература 460

Индекс 461

ВСТУПИТЕЛЬНОЕ СЛОВО

90-е годы XX столетия вошли в мировую историю как время вступления молодых независимых государств в рыночную экономику. Неотъемлемой частью рыночных отношений является рынок ценных бумаг.

Долгое время советская высшая школа рассматривала ценные бумаги только лишь как фиктивный капитал - категорию, чуждую социалистическому способу производства. Если таким дисциплинам, как "деньги", "кредит", "финансы", на территории стран бывшего Союза в течение последнего столетия уделялось большое внимание - функционировали десятки высших и средних специальных учебных заведений, кафедр, занимающихся их развитием, по соответствующим темам проводились многочисленные конференции и семинары, защищались кандидатские и докторские диссертации, - то категория "ценные бумаги" оставалась незаслужено забытой.

Сегодня, когда развитие производительных сил общества потребовало пересмотра отношения к рынку ценных бумаг, поскольку именно ценные бумаги во многом дают ключ к проблемам повышения эффективности возвратного движения стоимости, смены форм собственности, передачи ее в частные руки, актуальность данной категории резко возросла. В то же время практика столкнулась с рядом серьезных проблем, связанных с отсутствием понятийного аппарата в этой области, каких-либо серьезных научных разработок и исследований, с разночтениями в понимании отдельных вопросов и терминов. На протяжении последних десяти лет в Узбекистан достаточно интенсивно поступала разнообразная информация из разных стран, где в отношении рынка ценных бумаг сложились самостоятельные отличные друг от друга подходы. В этих странах даже при наличии единых, общих принципов решения проблем управления существуют различные модели функционирования и школы регулирования фондового рынка, в каждом государстве, как правило, проповедуют свои "правила игры", зачастую вкладывая особый смысл в термины и категории.

Все это до последнего времени вызывало терминологическую путаницу и смысловую неопределенность понятийного аппарата, наносило серьезный ущерб отечественному фондовому рынку, существенно сдерживало его поступательное развитие. Между тем стране, где идут процессы приватизации, становления рынка ценных бумаг необходимы выработка и утверждение терминов, понятий, которые бы соответствовали общепринятым в мире стандартам, вобрали бы в себя все ценное, наработанное мировым опытом, и одновременно учитывали бы национальный менталитет, особенности собственного исторического развития.

Особую актуальность проблема изучения вопросов рынка ценных бумаг и оформления их в самостоятельную науку и учебную дисциплину приобретает еще и потому, что в республике в течение последних не-

скольких лет началась подготовка специалистов в этой сфере на уровне высшей школы. Ведущие экономические вузы страны уже создали соответствующие кафедры, и осуществляют подготовку специалистов по специализациям "Ценные бумаги и биржевое дело". Еще раньше в республике начали функционировать учебные центры, осуществляющие переподготовку специалистов, позволяющие работникам, высвобождающимся в связи с процессами реструктуризации экономики, ликвидации и банкротства некоторых предприятий, переквалифицироваться и в короткий срок получать необходимый минимум знаний для работы в акционерных обществах, инвестиционных институтах, биржах.

Учебник "Рынок ценных бумаг" является одним из реальных способов решения указанных проблем. Это первый отечественный учебник, посвященный рынку ценных бумаг. Его можно рассматривать и как справочное пособие для профессиональных участников фондового рынка, руководителей акционерных обществ, фондовых бирж, специалистов органов государственного управления рынком ценных бумаг, поскольку в нем обобщены положения порядка 150 нормативных документов, посвященных рынку ценных бумаг.

Автор - кандидат экономических наук Бутиков И.Л. - один из основоположников рынка ценных бумаг в Республике Узбекистан. Под его руководством в 1991 году начал функционировать первый официальный институт рынка ценных бумаг республики - Фондовый отдел биржи "Тошкент", создавались Республиканская фондовая биржа, Агентство "Консаудитинформ". Он является директором Научно-исследовательского института углубления рыночных реформ при Госкомимуществе Республики Узбекистан, на общественных началах возглавляет Национальный центр подготовки специалистов рынка ценных бумаг при Ташкентском государственном экономическом университете. Совмещение учебно-преподавательской, научной и практической работы позволило ему написать книгу логически выдержанно, понятным и доступным для студентов языком.

Для удобства пользования после каждого раздела учебника даются основные понятия и термины, относящиеся к рассмотренной теме, а также перечень нормативных документов на случай необходимости более углубленного изучения рассматриваемого вопроса. Кроме того, предложен список дополнительной литературы, включающей монографии, справочники, бюллетени, материалы периодики и т.п.

Мы желаем всем, кто решил посвятить себя работе на рынке ценных бумаг, успешного преодоления трудностей при освоении выбранной профессии и надеемся, что данный учебник станет для Вас настольной книгой и путеводителем к знаниям.

Академик Саидахрор ГУЛЯМОВ.

ОТ АВТОРА

Прежде, чем начать разговор о рынке ценных бумаг Узбекистана, позволим напомнить, что на протяжении многих десятилетий, в условиях существовавшего унитарного государства, население нашей республики мало что знало о ценных бумагах, а политэкономическая наука преподносила их как категории, связанные с негативными чертами капиталистического способа производства. Даже к таким словам, как "акция", "вексель", "биржа", "маклер", относились с подозрением, они вызывали настороженность как у государственных чиновников, так и у населения.

Сегодня положение в корне изменилось. Благодаря проводимому Президентом и правительством Узбекистана курсу рыночных реформ, направленному на разгосударствление, приватизацию, поддержку частного бизнеса, привлечение иностранного капитала, а главное благодаря существующей политической стабильности в республике сделаны серьезные шаги к созданию цивилизованного рынка ценных бумаг.

Одной из основных предпосылок для его формирования явилась начавшаяся в стране широкомасштабная приватизация. Закон "О разгосударствлении и приватизации" был принят в 1991 году. Однако в течение нескольких лет государственные предприятия преобразовывались, как правило, в организации различных форм собственности, но в большей степени, в акционерные общества закрытого типа, что не способствовало развитию фондового рынка.

В 1994 году с выходом январского Указа Президента Узбекистана И.Каримова "О приоритетных направлениях дальнейшего развития процесса разгосударствления и приватизации в Республике Узбекистан" фондовый рынок получает новый мощный импульс развития. В качестве генерального направления разгосударствления предусматривается преобразование государственных предприятий в акционерные общества открытого типа, часть акций которых должна в обязательном порядке выставляться на свободную продажу. Новый этап реформ открыл широкий доступ к акциям приватизируемых предприятий всем, желающим купить их.

Сегодня рынку ценных бумаг уделяют достаточно много внимания в прессе, хозяйственных кругах, государственных органах управления. Прошло время, когда об акциях и биржах говорили как о чем-то таинственном и недоступном. Сотни тысяч наших граждан стали акционерами, получают дивиденды, голосуют на общих собраниях компаний и имеют возможность делать выводы о пользе владения ценными бумагами или отсутствии таковой. Тысячи руководителей предприятий значительную часть своего времени посвящают вопросам работы с акциями, облигациями и другими ценными бумагами, взаимоотношениям с депозитариями, биржами, брокерами.

Нельзя не отметить общего существенного прогресса в указанной области. Годы независимости серьезно повысили инвестиционный потенциал населения Узбекистана. За короткий период создано несколько тысяч самых разных по величине и отраслевой принадлежности акционерных обществ, выпустивших в обращение миллионы акций. Наряду с рынком акций успешно развивается рынок государственных краткосрочных облигаций. Государственные ценные бумаги для юридических лиц зарекомендовали себя как наиболее надежный вид инвестиционных активов. Получили определенное развитие рынки депозитных сертификатов, коммерческих и банковских векселей.

Подготовлено свыше 3000 специалистов фондового рынка, составляющих кадровую основу более 400 действующих инвестиционных институтов,, сеть которых развернута по всей республике.

Имеются черты, выгодно отличающие отечественный фондовый рынок от аналогичных рынков большинства стран постсоветского пространства. Прежде всего это наличие стройной концепции развития фондового рынка. Рынок ценных бумаг в Узбекистане формируется в соответствии с рекомендациями "Группы тридцати" - международной организации, которая рекомендовала всем странам, начинающим создавать свои рынки ценных бумаг, единые классические подходы и правила. Выполнение этих рекомендаций позволило Узбекистану избежать тех ошибок, которые в свое время допускали развитые страны при создании систем своих фондовых рынков. В ходе поэтапного и последовательного претворения в жизнь этой концепции в республике за последние шесть лет принято более ста пятидесяти законодательных и подзаконных актов, прямо регулирующих рынок ценных бумаг. В отличие от фондовых рынков ряда стран ближнего зарубежья все выпускаемые в обращение ценные бумаги регистрируются в органах, ответственных за его состояние, где эмитенты подвергаются тщательнейшей проверке на предмет реального функционирования и возможного мошенничества по отношению к инвесторам. В Узбекистане стало почти невозможным появление компаний, подобных печально известным "МММ", "Тибет", "Торговый дом Селенга", "Олби-Дипломат" и др. Большинство акционерных обществ нашей республики создано на базе государственных предприятий, имеют материальную базу, основной и оборотный капитал. Подавляющее большинство акционерных обществ - это предприятия производственного направления, выпускающие реальную продукцию и оказывающие реальные услуги.

На начальном этапе развития в республике были созданы самые благоприятные условия для отечественных и иностранных участников фондового рынка в части налогового законодательства. Иностранным инвесторам законодательно даны гарантии на возможность репатриации осуществленных инвестиций, а также доходов по ним.

Введенный в 1995 году льготный режим налогообложения участников рынка ценных бумаг привел к существенному повышению мотиваций покупки акций инвесторами, увеличению дилерских операций, упрощению процедуры совершения сделок.

Очень важным является то, что вопросы становления фондового рынка, защиты прав и интересов инвесторов постоянно находятся в зоне пристального внимания Президента и правительства республики. Принятие весной 1996 года двух новых законов - "О механизме функционирования рынка ценных бумаг" и "Об акционерных обществах и защите прав акционеров", имеющих огромное значение для развития рынка ценных бумаг, является лучшим тому подтверждением. Они определяют регламент движения ценных бумаг, повышают роль институтов надзора, разделяют риск владельцев ценных бумаг, закладывают основы прозрачности, открытости фондового рынка, ставят серьезные препятствия на пути недобросовестной рекламы.

Постепенно набирают обороты биржевой и внебиржевой рынки. Силами отечественных программистов на РФБ "Тошкент" внедрена и действует компьютерная система биржевых торгов, значительно повышающая их культуру, отвечающая современным требованиям, создающая значительные удобства участникам торговли. Сама биржа теперь проводит торги в современном операционном зале, оснащенном специальным биржевым оборудованием. Созданы и действуют Электронная система организованных внебиржевых торгов "Элсис-Савдо" и сеть фондовых магазинов, где можно приобрести небольшие пакеты акций за наличный расчет. Функционирует расчетно-клиринговая палата "Элсис-Клиринг".

Важным достижением отечественного фондового рынка можно считать и создание общегосударственной депозитарной системы хранения и учета ценных бумаг, сокращающей общественные и индивидуальные издержки по изготовлению и обращению фондовых ценностей, позволяющей государству осуществлять предварительный и последующий контроль за соблюдением действующего законодательства. Такая система является гарантом сохранности ценных бумаг для инвесторов.

Дальнейшее развитие рынка ставит перед страной все более сложные задачи. Для их успешного решения необходимы знания, оформленные в специальную науку, позволяющую на базе исторического опыта объективно осмысливать сложившуюся ситуацию и принимать управленческие решения на макро- и микроэкономических уровнях для развития рыночных отношений и процветания государства. В этой книге отражены вопросы формирующейся теории и практики рынка ценных бумаг современного этапа.

РАЗДЕЛ I. ЦЕННЫЕ БУМАГИ И ИХ ХАРАКТЕРИСТИКА

ГЛАВА 1. ОБЩЕЕ ПОНЯТИЕ ЦЕННЫХ БУМАГ

Согласно Закону Республики Узбекистан "О ценных бумагах и фондовых биржах" от 2 сентября 1993 года "***ценные бумаги - это денежные документы, удостоверяющие имущественные права или отношения займа между выпустившим их лицом и их владельцем, предусматривающие выплату дохода в виде дивидендов или процентов и возможность передачи прав, вытекающих из этих документов, другим лицам***". По вышеупомянутому закону к ценным бумагам относятся акции, облигации, казначейские обязательства, депозитные и сберегательные сертификаты, векселя, а также производные ценные бумаги.

В нормативных актах некоторых государств ценные бумаги определяются более коротко - "как денежный документ, удостоверяющий имущественное право или отношение займа владельца документа по отношению к лицу, выпустившему такой документ"[1].

С "юридической" точки зрения, традиционно ценные бумаги рассматриваются в более широком смысле - как "документы, удостоверяющие с соблюдением установленной формы и обязательных реквизитов имущественные права, осуществление или передача которых возможны только при их представлении. К ценным бумагам в этом смысле "относятся: облигация, вексель, чек, депозитный и сберегательный сертификаты, банковская сберегательная книжка на предъявителя, коносамент, акция и другие документы, которые законодательством отнесены к числу ценных бумаг"[2].

Таким образом, определения ценных бумаг в различных источниках, в частности в Законе "О ценных бумагах и фондовой бирже" и "Гражданском кодексе", существенным образом отличаются друг от друга.

Возможно рассмотрение ценных бумаг в еще более широком значении. Кроме вышеупомянутых документов, существуют и такие, которые, хотя и не относятся к ценным бумагам, но, по мнению отдельных экономистов, являются ими, так как заключают в себе все основные признаки ценных бумаг, содержащиеся в большинстве современных определений. Речь, конечно, идет о деньгах. "Деньги (по крайней мере современные) являются ... не потребительским товаром длительного пользования, а разновидностью ценных бумаг".[3]

До середины 90-х годов XX века вопрос о субстанции ценных

---

[1] Положение о выпуске и обращении ценных бумаг и фондовых биржах, утвержденное постановлением правительства Российской Федерации от 28 декабря 1991 года.

[2] См. Гражданский кодекс Республики Узбекистан. - Ташкент: Адолат, 1996. - 51с.

[3] Дж. Р. Хикс. Стоимость и капитал. - М.: Прогресс, 1988. - 365с.

бумаг не стоял так остро. Это объясняется тем, что не было развитого их рынка. Кроме того, ценные бумаги советской политэкономической наукой в известном смысле связывались с фиктивным капиталом, отношение к которому до 90-х годов было весьма негативным. Существует и множество других определений ценных бумаг. Так, например, в обиходном употреблении, а также среди специалистов в отношении ценных бумаг наблюдается терминологический сумбур: "ценная бумага", "сертификат ценной бумаги", "сертификат на ценную бумагу", "бланк ценной бумаги", "бланк сертификата" и т.п. Традиционно в русскоязычном понятийном экономическом аппарате под ценной бумагой понимается собственно бумага, документ, который оформляет определенные правоотношения. Почти во всех формулировках экономических законов ценная бумага - это документ. Однако любому, знакомому с мировой практикой специалисту, известно, что в развитых странах все большее количество ценных бумаг выпускается в безналичной форме, которая не требует изготовления собственно бумаг, бланков. Выпуск, учет и движение происходит полностью в виде бухгалтерских записей по счетам специализированных предприятий и банков. В Узбекистане, например, подавляющее количество акций также выпускается в безналичной форме. Получившие широкое распространение государственные краткосрочные облигации выпускаются исключительно в безбумажной форме. Где же тут бумаги и документы?

Термин "ценные бумаги" закрепился в русском языке в прошлом веке. Он пришел из немецкого, где существует аналогичный по переводу термин "Wertrecht", что в буквальном переводе означает "ценное право". В английском языке в отличие от русского и немецкого термин "ценные бумаги" *(securities)* непосредственно бумажной нагрузки не несет. Более того, слово "акция" *(share)* переводится как "доля", то есть без "бумажного подтекста".

Безбумажные выпуски - это генеральная тенденция развития финансового рынка. Зарубежные эксперты выделяют два условных этапа на пути движения к безбумажному рынку ценных бумаг.

1-й - это демобилизация, "обездвижение" *(demobilisation)* - процесс, при котором ценные бумаги, изготовленные в их классической бумажной форме, скапливаются в хранилищах специальных учреждений и банков (депозитариях), а переход права собственности на них регистрируется данным депозитарием в своих бухгалтерских книгах. Клиентам выгодно обслуживаться в депозитариях, так как при этом риск порчи или кражи ценных бумаг (документов) сводится к нулю, ускоряются и упрощаются расчеты, связанные с куплей-продажей ценных бумаг. Иногда целые выпуски ценных бумаг,

будучи первоначально сданными на хранение в депозитарий, ни разу не были востребованы клиентами в бумажной форме и уходили "под нож" после погашения даже не распакованными. В целях сокращения накладных расходов по производству, перевозке и хранению бланков многие выпуски перестали печататься в виде множества единичных бланков. Вместо них эмитенты сдавали в депозитарий специальные документы, поручающие этим депозитариям вести учет выпущенных, но не напечатанных ценных бумаг. Такие документы стали называть глобальными сертификатами ("*global certificate*").

Условия выпуска некоторых ценных бумаг предусматривают "оформление" части выпуска в виде простых, традиционных сертификатов (для тех, кто любит подержать в руках хрустящую бумажку), а оставшаяся часть оформляется глобальным сертификатом. В большинстве стран все это допускается законом. Сам процесс выпуска ценных бумаг в виде глобального сертификата стал именоваться дематериализацией (*dematerialisation*) ценных бумаг. Это и есть 2-й этап движения к безбумажному рынку ценных бумаг.

Но вернемся к термину "ценные бумаги". Некоторые экономисты (по теперь уже понятным причинам) считают, что он устарел и следовало бы поменять его на термин, более соответствующий содержанию. По их мнению, понятие ценной бумаги как документа, действительно, больше не соответствует широкой тенденции развития финансового рынка. Ценная бумага - не документ. Документ - есть лишь бумага, удостоверяющая что-то, что само по себе жестко не зависит от формы такого удостоверения. Документ - это только форма удостоверения таких прав.

Ценные бумаги - это имущественные и связанные с ними неимущественные права в области привлечения, перераспределения и обратной выплаты средств, привлекаемых хозяйствующими субъектами в форме заемного или акционерного капитала, удостоверяемые в документарной (бланковой) форме либо особым способом в виде записей на счетах в специализированных организациях (депозитариях).

Имущественные права - права, по которым субъект экономических взаимоотношений может претендовать на собственность, товарно-материальные ценности, денежные средства. Неимущественные права - это, например, право акционера голосовать на общем собрании компании, требовать предоставления информации о деятельности эмитента и т.д.

Понятие ценных бумаг охватывает два вида объектов с различным правовым режимом.

Ценные бумаги как документы, удостоверяющие имуще-

ственные и в некоторых случаях неимущественные права владельцев ценных бумаг. Сами по себе, являясь простым клочком бумаги, такие документы приобретают стоимость в основном за счет стоимости того имущественного права, которое они собой удостоверяют. Поскольку такие ценные бумаги представляют собой предметы материального мира (мира вещей), то при их обращении на них полностью распространяется правовой режим вещей, установленный гражданским законодательством.

Бездокументарные ценные бумаги. Способом удостоверения (подтверждения) таких имущественных прав является запись в специальном реестре, совершенная в соответствии с установленными требованиями к указанию содержания удостоверяемого права и субъекта этого права. При обращении бездокументарных ценных бумаг, как правило, действует правовой режим имущественных прав. Четкого определения этих финансовых инструментов законодательство пока не дает. Отсутствие законодательного определения и толкования бездокументарных ценных бумаг создает определенные трудности в практической деятельности всех участников рынка ценных бумаг.

✓ **Эмиссионные ценные бумаги**

Не все виды ценных бумаг обращаются на рынке ценных бумаг, то есть не все они являются предметом сделок на рынке. Эмиссионными ценными бумагами являются ценные бумаги, выпускаемые эмитентами сериями, с однородной для всех ценных бумаг каждой такой серии реквизитами и на одинаковых условиях обращения и погашения в целях привлечения капитала для создания и развития бизнеса. В странах с развитой рыночной экономикой, как правило, законодательство определяет понятие и виды эмиссионных ценных бумаг.

Финансовые инструменты, так или иначе претендующие на отношение к ценным бумагам, можно подразделить на следующие две большие группы.

Первая группа. Ценные бумаги, условия выпуска и обращения которых регулируются Законом Республики Узбекистан "О ценных бумагах и фондовой бирже". Это акции, облигации, казначейские обязательства, депозитные сертификаты, векселя, производные ценные бумаги. Кроме того, в соответствии с Гражданским Кодексом РУз, к этой группе можно отнести чеки, банковские сберегательные книжки на предъявителя, коносаменты.

Вторая группа. Финансовые инструменты, не являющиеся ценными бумагами, но часто ошибочно относимые к таковым: документы, подтверждающие получение банковского кредита, долговые расписки, завещания, страховые полисы, лотерейные билеты. Сюда же относятся финансовые инструменты, условия выпуска и обра-

щения которых регулируются нормативными актами, утратившими силу, но которые еще имеются на руках у населения, - такие, как акции предприятий и акции трудового коллектива. Выпуск и обращение последних регламентировались Постановлением Совета Министров СССР от 15 октября 1988 года "О выпуске предприятиями и организациями ценных бумаг".

Особо следует остановиться на вопросе существования квази ценных бумаг, так называемых суррогатов, которыми изобилует зарубежная практика. Цель их выпуска - избежание государственного регулирования, подпадания под те или иные законодательные нормы. В практике стран СНГ часто встречаются такие квази бумаги, как "чековая карта", "расчетный сертификат", "депозитный договор", "кредитный опцион", и др. Это суррогаты - документы плохо регулируемые, риски по которым для инвесторов и эмитентов значительно выше, чем по ценным бумагам, порядок выпуска и обращения которых регулируется законом.

Естественно, ошибочно было бы считать, что перечисленные виды ценных бумаг, зафиксированные в действующем законодательстве, будут постоянным списком. Со временем, очевидно, возникнут новые финансовые инструменты, которые дополнят приведенный выше перечень.

✓ **Фундаментальные свойства ценных бумаг**

К так называемым фундаментальным свойствам ценных бумаг относят обращаемость, ликвидность и риск.

Обращаемость - способность ценной бумаги покупаться и продаваться на рынке, а также во многих случаях выступать в качестве самостоятельного платежного инструмента, облегчающего обращение других товаров. В известных метаморфозах Д-Т, Т-Д ценные бумаги могут выступать и в качестве товара, и в качестве денег. Ценные бумаги в известном смысле являются товаром, которому присущи стоимость и потребительная стоимость. Стоимость этого особого товара зависит от нескольких факторов - таких, как, например, величина приносимого ими дохода, норма ссудного процента, возможность быть проданной по относительно высокому курсу, возможность участвовать в управлении предприятием и т.п. Потребительная стоимость ценных бумаг состоит в том, что через них владелец удовлетворяет вполне определенную, конкретную потребность в увеличении, сохранении своего капитала, участии в управлении предприятием. В то же время в некоторых случаях отдельные виды ценных бумаг (государственные облигации, векселя) при определенных благоприятных обстоятельствах могут выполнять денежные функции - средства обращения и платежа. Известно, что в некото-

рых странах высоколиквидные государственные облигации используются в качестве платежного средства при расчетах за недвижимость, автомобили и др.

Ликвидность - способность ценной бумаги быть быстро проданной, превращенной в денежные средства без существенных потерь для держателя. На ликвидность влияют три группы факторов: а) общеэкономические; б) связанные с уровнем организации рынка ценных бумаг в данной стране; в) факторы, связанные с особенностями эмитента. К общеэкономическим факторам относятся такие, как состояние денежного обращения, нахождение экономики в той или иной стадии цикла, наличие платежеспособного спроса со стороны инвесторов, степень быстроты осуществления банковских расчетов. К факторам, связанным с организацией фондового рынка, можно отнести степень информированности потенциальных инвесторов, наличие института маркет-мейкеров, величину стоимости одной транзакции. Ликвидность ценных бумаг на уровне отдельного эмитента зависит прежде всего от его финансового состояния, известности и срока существования, безубыточной деятельности, величины выплачиваемых доходов, прогнозах и перспективах развития и т.п. Безусловно, в этом смысле самыми высоколиквидными ценными бумагами будут ценные бумаги, которые котируются на фондовых биржах.

Риск - возможности потерь, связанные с операциями (в том числе инвестициями) с ценными бумагами и неизбежно им присущие. Риски по операциям с ценными бумагами связаны с вероятностью неполучения желаемого результата при совершении какой-либо определенной операции из-за влияния на него множества случайных факторов. Практически любая операция на этом рынке означает, что ее участники (эмитенты, инвесторы или посредники) принимают на себя ту или иную степень риска. В странах, только создающих свои фондовые рынки, риски их участников на несколько порядков выше, чем в странах, имеющих более давнюю историю рыночных отношений. Деятельность на фондовом рынке тесно связана с различными видами риска. Поэтому профессиональным участникам рынка ценных бумаг в своей деятельности обязательно приходится учитывать различные виды рисков: макроэкономические, связанные с инфляционными процессами, особенностями отраслей и регионов; рисками предприятия, связанными с платежеспособностью и кредитоспособностью эмитента; риски управления портфелем и технические риски, к которым относятся временной, операционный, селективный риски, риски, связанные с урегулированием расчетов, и т.п. Практика развитых стран выработала значительный арсенал противостоящих каждому виду риска форм и методов страхования.

В странах постсоветского пространства страхование рисков, связанных с операциями с ценными бумагами, пока не получило должного развития. Страхование подобных рисков - одна из наиболее важных сфер деятельности на стыке рынка ценных бумаг и страхового дела, которую предстоит освоить отечественной практике уже в самое ближайшее время.

По действующему законодательству, ценные бумаги в Узбекистане могут использоваться для проведения расчетов, а также в качестве залога по кредитам. Независимо от формы оплаты стоимость ценных бумаг выражается в денежных единицах Республики Узбекистан - сумах.

ГЛАВА 2. АКЦИИ

Акция (от французского *action*) - ***это ценная бумага, свидетельствующая о внесении известного пая в капитал акционерного общества, дающая право ее владельцу на получение части прибыли и, как правило, на участие в управлении этим обществом.*** Акция занимает особое место среди множества различных видов ценных бумаг благодаря своим особым и только ей присущим качествам.

Прежде всего это - ценная бумага без установленного срока действия, которая может находиться в обращении до тех пор, пока существует выпустившее ее акционерное общество. Владелец акции имеет право участвовать в распределении имущества акционерного общества в случае его ликвидации.

Доход, полученный по акции, называется - ***дивиденд***. Обычно он зависит от прибыли акционерного общества. Если компания по результатам отчетного периода имеет большую прибыль, у нее есть возможность выплатить больший дивиденд и наоборот. Если прибыль отсутствует вообще, дивиденд может не выплачиваться. Однако есть исключения из общего правила. Это касается, например, привилегированных акций, которые будут рассмотрены ниже.

Первые акции появились в начале XVII в сначала в Голландии, Англии, а затем уже получили распространение в других европейских странах, а позднее - Америке. Первоначально акции были именными, для передачи их другому лицу требовалось разрешение правления акционерной компании. В XVIII в. наряду с именными акциями стали выпускаться акции на предъявителя.

В отличие от всех других видов ценных бумаг (облигаций, казначейских обязательств, депозитных сертификатов векселей), являющихся, по сути, орудиями кредита и отражающих кредитные отношения, акция является инструментом, регулирующим отношения собственности. Ее владелец имеет право участвовать в управлении акционерным обществом, отдавая свой голос за то или иное решение на общем собрании акционеров компании.

Денежная сумма, обозначенная на акции, называется номинальной стоимостью. После первой продажи инвестору она не имеет сколько-нибудь серьезного значения для дальнейшего движения акции на фондовом рынке и носит информативный характер, характеризуя величину долевого капитала. Во многих странах, особенно с преобладающей акционерной собственностью (США), акции выпускаются без указания на них номинала. Указывается только, что уставный капитал компании разбит на определенное количество долей.

Некоторые экономисты вообще считают, что акция стоит ровно столько, сколько за нее готов заплатить покупатель. Однако на акциях большинства стран номинал все же проставляется.

Установление номинальной стоимости на акциях сохраняет свое значение и для Узбекистана, где только начинает развиваться фондовый рынок, во-первых, потому, что номинал чисто психологически влияет на держателя ценной бумаги и дает ему основание считать, что это не просто абстрактное обязательство, а титул собственности определенной величины. Кроме того, из номинальной стоимости выпущенных акций складывается уставный капитал акционерного общества. Выпуск акций без номинала, несомненно, привел бы к затруднениям в учете. Наконец, при реализации акций на вторичном рынке положительная разница между номинальной и курсовой стоимостью позволяет потенциальному инвестору сделать некоторые выводы относительно положения дел в компании, что весьма важно при принятии решения о покупке ценных бумаг.

В различных странах установлены разные минимальные номинальные стоимости акций. По законодательству Республики Узбекистан минимальная номинальная стоимость акции - 100 сумов.

Цена, по которой акция продается, на рынке именуется *курсом* акции. Это основная форма цены акций. Она определяет реальную ценность акции. Курс акций находится в прямой зависимости от получаемого по ним дивиденда и в обратной зависимости от нормы ссудного процента. Есть мнение, что курс акций - это капитализированный дивиденд, он равняется сумме денежного капитала, которая, будучи вложенной в банк или отданной в ссуду, даст доход, равный дивиденду, получаемому по акции. В то же время, практика показывает, что, особенно в последнее время, после объявления компанией о выплате даже незначительных дивидендов рыночная цена акций снижается, поскольку считается, что на сумму выплаченных дивидендов уменьшится имущество компании. Курс акций есть не что иное, как отражение стоимости этого имущества. Кроме влияния дивиденда и нормы ссудного процента, на курсовую цену акции влияют также и другие факторы, о которых еще будет сказано.

Акции, выпускаемые на территории Узбекистана, подразделяются на:

1. Акции открытых акционерных обществ, которые выпускаются в обращение публично и в последующем могут переходить из рук в руки без согласия других акционеров, и акции закрытых акционерных обществ, которые при первичной эмиссии распределяются среди заранее определенных инвесторов и которые могут переходить из рук в руки только с согласия общего собрания компании.

2. Именные и на предъявителя (так называемая категория акций). На именных акциях должны быть обязательно указаны фамилия владельца, а если владельцем является юридическое лицо, - наименование организации. На акциях "на предъявителя" имя владельца акции не указывается. Именные акции обычно выпускаются более высоким достоинством. Это объясняется характером их обращения на фондовом рынке. Акционерные общества могут выпускать одновременно именные и предъявительские акции. В Узбекистане подавляющее большинство акций выпускается в форме именных.

3. Обыкновенные (простые) и привилегированные. Обыкновенная акция дает право голоса на собрании акционеров, а размер получаемого по ней дивиденда зависит от результатов работы акционерного общества за год и ничем другим не гарантирован. Поскольку владельцы таких акций несут больший риск, нежели владельцы других ценных бумаг, предполагаемые дивиденды по ним устанавливаются на более высоком уровне.

Привилегированная акция не дает владельцу права голоса на общем собрании акционеров и тем самым права на управление предприятием. Привилегии по ней состоят в возможности получения, с одной стороны, гарантированного дохода вне зависимости от результатов хозяйственной деятельности общества, а с другой - в праве первоочередного получения стоимости акции при ликвидации акционерного общества. Общая номинальная стоимость привилегированных акций не должна превышать 20% уставного капитала компании.

✓ **Обязательные реквизиты бланков акций**

1. Наименование акционерного общества и его местонахождение.
2. Наименование ценной бумаги - акция.
3. Серия, порядковый номер, дата выпуска.
4. Вид (простая или привилегированная).
5. Номинальная стоимость.
6. Имя держателя (для именной акции).
7. Размер уставного фонда акционерного общества на день выпуска акций.
8. Количество выпускаемых акций.
9. Срок выплаты дивидендов.
10. Подписи председателя правления и главного бухгалтера акционерного общества.
11. Код акции и дата, присвоенные регистрирующим органом.

Более чем двухвековая история акционерного дела выработала весьма широкий набор разновидностей акций. Перечислим основные, наиболее часто встречающиеся виды акций в странах с развитой рыночной экономикой.

По характеру обращения на фондовой бирже различают "*зарегистрированные*" и "*незарегистрированные*" акции. Первые - это акции, допущенные к обращению на бирже. Вторые - акции, находящиеся только на внебиржевом рынке ценных бумаг.

По характеру выпуска эмитентом выделяют: *подписные* акции (на размещение которых даны гарантии дистрибьютерской фирмой). Они подразделяются на полностью или единовременно оплачиваемые и оплачиваемые по частям.

По характеру обращения выделяют "*акции в обращении*", то есть, те акции эмитента, которые постоянно находятся в обращении на рынке ценных бумаг, и "*портфельные*", т.е. акции, которые находятся во владении компаний, их выпустивших.

Имеется особая категория акций, которые называют "*активными*". Это акции, которые постоянно обращаются на биржах в больших количествах. Эти акции при определении на них специальных индексов являются индикаторами ситуации на рынке.

Акции "*с правом на переоценку*" дают эмитенту право потребовать у владельца дополнительный взнос. Чаще всего их выпускают в условиях инфляции.

"*Гарантированные акции*" - с правом получения гарантированных дивидендов.

"*Винкулированные*" - акции, которые владелец не может продать без разрешения исполнительного органа акционерного общества.

Особое место занимают привилегированные (преференциальные акции), которые имеют много разновидностей.

Например, привилегированные акции *с правом отзыва (отзывные)* - дающие эмитенту право выкупать их у владельца после предварительного уведомления.

"*Золотая акция*" - акция, дающая право ее держателю (независимо от вклада в уставный фонд) в течение определенного времени управлять компанией. Такие акции чаще всего встречаются в странах, где идут процессы приватизации. Причем держателем "золотой" акции, как правило, выступает само государство, в лице какого-либо органа управления экономикой.

"*Кумулятивные*" акции. В условиях их выпуска обычно предусматривается, что любые причитающиеся, но не выплаченные в установленные сроки дивиденды накапливаются и выплачиваются по этим акциям в периоды, когда у эмитента финансовое положение улучшается и появляется возможность выплатить их.

Плюральные - многоголосые акции. Эти ценные бумаги широко применялись в фашистской Германии, предоставляя широкие права нацистской "верхушке" и возможность независимо от реально осуществленных инвестиций держать под своим контролем ведущие отрасли промышленности.

"*Ретрективные*" - акции, которые дают право владельцу предъявлять их компании для погашения. Условия погашения, сроки оговариваются при первоначальной эмиссии таких ценных бумаг.

"*Конвертируемые*"- акции, которые можно обменять на другие акции (как правило, на обыкновенные) по заранее определенной цене в определенный промежуток времени.

"*С плавающим или переменным курсом*". Дивидендные платежи по этим акциям меняются в зависимости от уровня изменения нормы процента. Если последний растет, растут и платежи по акциям, и наоборот.

"*Ордерные*" - дают право держателю купить определенное число обычных акций и тем самым повысить ликвидность всего выпуска.

В законодательстве Узбекистана можно найти характеристики определенных видов акций - простых и привилегированных, именных и "на предъявителя", а также кумулятивных. Однако это не означает, что другие виды акций, в частности упомянутые в данном параграфе, не имеют право на существование. Условия их выпуска, обращения и погашения, а также особые отличительные черты могут быть заложены в учредительных документах акционерного общества при его создании.

✓ **Американские депозитарные расписки (ADR - American Depository Receipts)**

ADR - это свободнообращающаяся расписка на иностранные акции, депонированная в банке США. В настоящее время с помощью этого инвестиционного инструмента обычно осуществляется торговля иностранными ценными бумагами в США. При непосредственной покупке резидентами США иностранных акций у них могут возникнуть определенные проблемы. Такие акции должны быть обязательно зарегистрированы в Комиссии по ценным бумагам и фондовым биржам. При выявлении фактов отсутствия такой регистрации (это может произойти во время продажи) к продавцу могут быть применены серьезные штрафные санкции. Именно поэтому американские инвесторы предпочитают иметь дело не с самими акциями, а с расписками, служащими обеспечением этих акций, которые выпускаются банками и обращаются на американском фондовом рынке. Сами акции банк-эмитент ADR хранит, как правило, в одном из своих филиалов за рубежом, обычно в стране эмитента. При этом банк получает свою прибыль за счет вознаграждения за эмиссию и обслу-

живание выпуска ADR. Держатели ADR сохраняют все права акционеров в той стране, где эти ценные бумаги выпущены. Котировка акций и выплата по ним дивидендов осуществляются в долларах США. Годовые отчеты компаний публикуются на английском языке.

Различают "спонсируемые" и "неспонсируемые" ADR. "Спонсируемыми" расписки считаются в том случае, если они выпускаются по запросу эмитента. Они практически всегда регистрируются в Комиссии по ценным бумагам и фондовым биржам. Если же расписки выпускаются по запросу инвестора, то говорят о "неспонсируемых" ADR. Последние в Комиссии могут не регистрироваться. Однако, если ADR включена в официальный список какой-либо фондовой биржи или NASDAQ, то это означает, что она обязательно официально зарегистрирована.

Первоначально ADR появились в 20-х годах XX столетия. Их начал выпускать "Morgan Guaranty Trust", а затем и другие банки - такие, как "Citibank", "Bank of New York", "Bank of America". Популярность ADR постоянно растет.

В Узбекистане ADR рассматриваются как наиболее вероятный и реальный способ вывода отечественных акций на международный рынок капитала.

ГЛАВА 3. ОБЛИГАЦИИ

Облигация (от латинского *obligatio*, обязательство) - ***ценная бумага, удостоверяющая предоставление ее владельцем займа и подтверждающая обязательство возместить ему номинальную стоимость этой ценной бумаги в предусмотренный в ней срок с выплатой фиксированного (твердого) процента.***

В отличие от акции облигация не является титулом собственности на имущество эмитента. Она не дает право голоса, а тем самым права на управление. Облигация - это свидетельство о предоставлении средств во временное пользование (кредита) одного лица (инвестора-кредитора) другому (эмитенту-должнику). Облигации выпускаются на определенный срок и должны быть погашены. Их владельцы по сравнению с владельцами других видов ценных бумаг традиционно имеют приоритеты при ликвидации эмитента.

В соответствии с характеристикой эмитента облигации делятся на следующие три большие группы: государственные, муниципальные и облигации предприятий.

✓ **Государственные облигации**

Обычно - это ценные бумаги "на предъявителя". Они возникли в период домонополистического капитализма. Облигации являются отражением кредитных отношений, в которых государство является

должником, а население или предприятия и организации - кредитором (государственный кредит). Сегодня государственные облигации - наиболее распространенный вид облигаций. Эмиссию государственных облигаций осуществляет правительство, чаще всего, для покрытия дефицита государственного бюджета. Непосредственно операциями с государственными облигациями занимаются кредитные учреждения. Источник выплаты процентов - реализованная прибавочная стоимость, поступающая государству от предприятий в виде налогов. Государственные облигации, как правило, гарантированы достоянием страны и поэтому считаются наиболее надежным видом инвестиционных активов. Доходы по государственным облигациям налогами не облагаются. Поэтому процентные ставки по ним ниже, чем по самым первоклассным облигациям корпораций. В странах с развитой рыночной экономикой совокупный государственный долг в большей части представлен именно выпущенными в разное время облигациями.

В советской экономической литературе существование капиталистического государственного кредита связывалось с необходимостью покрытия правительствами соответствующих стран своих военных и других непроизводительных расходов. Причем подобному явлению давалась почти всегда весьма однозначная негативная оценка. Следует заметить, что вышеупомянутые расходы так или иначе являются обязательным элементом бюджета любого государства.

Организация и широкое развитие рынка государственных ценных бумаг при всех его отрицательных моментах почти всегда давали возможность странам с развитой экономикой использовать кредит как источник формирования доходов государственного бюджета и тем самым расширять ресурсные возможности финансирования хозяйства.

С помощью различных операций с государственными ценными бумагами, например, покупки или продажи их на открытом рынке при участии кредитной системы достигается денежно-кредитное регулирование экономики большинства современных капиталистических государств. Для населения и предприятий приобретение государственных обязательств является относительно надежной формой сохранения своих сбережений, накоплений, позволяющей в какой-то степени оградить себя от воздействия инфляционных процессов.

Государственные облигации Узбекистана - это облигации внутренних республиканских займов. Решение о выпуске таких облигаций принимается правительством. В истории независимого Узбекистана имели место выпуски двух различных видов государственных облигаций. Первый - в мае 1992 года - 12-процентный внутренний

выигрышный займ для населения, окончившийся весьма неудачно из-за начавшейся сразу же после выпуска галопирующей инфляции, вызванной развалом СССР и чрезмерным выпуском советским правительством в обращение бумажных денежных знаков. Второй - в марте 1996 года - облигационный займ для предприятий и организаций в виде государственных краткосрочных облигаций (ГКО), функционирующий весьма успешно, принося доходы в казну страны и предприятиям-инвесторам.

Первый аукцион ГКО в Узбекистане прошел 28 марта 1996 года. Эмитентом облигаций является Министерство финансов. Эмиссия облигаций осуществляется периодически в форме отдельных выпусков. Каждый выпуск, как правило, производится один раз в месяц. Номинальная стоимость облигации составляет 1000 сумов. Облигации могут выпускаться на срок 3, 6, 9 и 12 месяцев.

Владельцами облигаций могут быть юридические лица, которые приобретают их через уполномоченные на это организации (дилеров). Проведение аукционов, торгов, расчетов и другое обслуживание выпусков облигаций производится на Узбекской республиканской валютной бирже.

Первичное размещение облигаций осуществляется Центральным банком Республики Узбекистан от имени и за счет Министерства финансов на аукционах по цене ниже номинала. Механизм размещения следующий: Министерство финансов поручает Центральному банку разместить выпуск ГКО. Центральный банк производит размещение ГКО через Республиканскую валютную биржу на аукционах, участниками которых являются официальные дилеры, имеющие специальные лицензии. Официальными дилерами являются: Национальный банк внешнеэкономической деятельности, "Узпромстройбанк", "Асакабанк", "Узпахтабанк", "Ташжилсбербанк", "Ипак йули", "Алокабанк", "Трастбанк" и другие крупные банки Узбекистана.

Инвестор для приобретения ГКО на первичном аукционе или вторичном рынке заключает договор на обслуживание с дилером. На основании договоров на покупку ГКО дилер формирует портфель заявок. В соответствии с заявками он покупает для инвесторов ценные бумаги на торгах биржи. Инвесторы, ставшие владельцами ГКО, могут либо хранить облигации у дилеров до их погашения, либо совершать с ними операции по купле-продаже на вторичном рынке. Дилеры самостоятельно открывают инвесторам счета "депо" для ведения учета приобретенных ГКО. Погашение ГКО производится Центральным банком по поручению Министерства финансов по истечении срока обращения ГКО.

На вторичных торгах операции по купле-продаже ГКО осуществляются исключительно дилерами. Министерство финансов во вторичных торгах участия не принимает. Центральный банк Республики Узбекистан может приобретать данные облигации на вторичном рынке.

Погашение ГКО производится Центральным банком от имени и за счет Министерства финансов дилерам по номинальной стоимости. Дилеры производят погашение облигаций их владельцам в соответствии с заключенными договорами. Доходом по облигациям считается разница между ценой погашения и ценой покупки. Доходы по облигациям налогами не облагаются.

Методика анализа торгов ГКО, используемая в странах с развитой рыночной экономикой, предусматривает расчет доходности и эффективной доходности. Доходность к погашению определяет доходность облигации на оставшийся до погашения период и является годовой ставкой простого процента. Она рассчитывается по формуле:

$$i_n = \frac{N - P}{P} x \frac{365}{d}, \text{ где}$$

N - номинал облигации;

P - цена покупки;

d - период (в днях), оставшийся до погашения.

Эффективная доходность определяет также доходность облигации на оставшийся период, но в этом случае годовая ставка рассчитывается по сложному проценту. При этом используется следующая формула:

$$i_e = \sqrt[\frac{d}{365}]{1 + i_n x \frac{d}{365}} - 1$$

Аргументы в данных формулах те же, что и при расчете годовой ставки по простому проценту.

Чем ближе срок погашения, тем меньше доходность облигации на вторичном рынке, и, наоборот, больше будет доходность облигаций. купленных при первичном размещении.

Стопроцентная гарантия погашения облигаций с дисконтом делает их весьма привлекательными для предприятий и организаций как с точки зрения получения прибыли, так и с точки зрения надежности.

Из новейшей истории государственных облигаций

На территории стран бывшего Союза рынок государственных ценных бумаг особенно широкое развитие получил в дореволюционный период. Только по данным известного каталога, в период с 1894 по октябрь 1917 г. в России было осуществлено свыше ста выпусков более чем сорока видов различных

государственных обязательств.[1] В их числе были облигации Российского золотого займа, билеты Государственного казначейства, конверсионные облигации, закладные листы государственного Дворянского земельного банка, свидетельства Крестьянского поземельного банка, облигации российской консолидированной ренты, билеты внутреннего выигрышного займа, облигации государственного военного краткосрочного займа и др. Государственные ценные бумаги отличались друг от друга целью выпуска, номинальной стоимостью, периодом функционирования, способами погашения, величиной уплачиваемых по ним процентов.

В первые годы советской власти в связи с проводимой политикой военного коммунизма товарно-денежные отношения были сведены к минимуму, а в ряде мест и вовсе ликвидированы, поэтому первичный рынок каких-либо ценных бумаг в это время отсутствовал. Начиная с 1922 г., с переходом к новой экономической политике, товарно-денежные отношения оживляются, а с ними возрождается и рынок государственных ценных бумаг. Широкую известность получили облигации краткосрочных займов в натуральной и денежной формах. Первый и второй хлебные займы, первый крестьянский заем - имели целью приблизить срок поступления введенного сельскохозяйственного налога, сахарный заем приблизил срок поступления доходов от сахарной промышленности, а транспортный сертификат - от транспорта. Во всех перечисленных случаях в это время государственный кредит, оформленный ценными бумагами, выступал, скорее, не в роли дополнительного источника доходов бюджета, а в качестве их перераспределителя во времени, то есть носил антиципационный характер.

В условиях, когда момент расходования казной средств не совпадал с поступлением доходов при исполнении бюджета, Наркомфин СССР прибегал к краткосрочному кредиту в виде выпуска краткосрочных обязательств - векселей казны. Например, весной 1923 г. были выпущены в обращение платежные обязательства Центрокассы Наркомфина на сумму до 20 млн. руб. золотом из расчета 6 % годовых на 3 месяца. Выпусков таких ценных бумаг было несколько. Они котировались на существовавшей в то время фондовой бирже и принимались банками к учету или в залог обеспечения кредитов. Особо следует остановиться на облигациях натуральных займов. Эти облигации продавались за деньги, но их стоимость и выпускная цена займов выражались в натуре - в пудах ржи или сахара-рафинада. При наступлении срока погашения владельцы ценных бумаг получали зерно или сахар-рафинад. Заинтересованность населения в покупке таких обязательств обусловливалась получением по истечении срока облигаций определенного количества продуктов, что служило надежной страховкой его денежных средств от инфляции. Выпуск ценных бумаг давал возможность государству изымать часть денег из обращения и, не прибегая к дополнительной эмиссии, покрывать часть расходов своего бюджета. Спрос на облигации натуральных займов был велик. Поэтому государство ограничивало сумму продажи их в одни руки. Официальная продажная цена облигаций нередко пересматривалась в сторону увеличения. Существовал и

[1] Сенкевич Д. А. Государственные денежные знаки РСФСР и СССР 1922-1961 г.г. Каталог СП "Межнумизматика" - М.: 1989.

черный рынок облигаций. Цены на нем были весьма высокими. Несмотря на то, что выпуск таких облигаций достаточно дорого обходился государству (сумма ресурсов бюджета от этого практически не увеличивалась, и выпуск облигаций натурального займа уже в 1923 г. был прекращен), они сыграли важную роль в деле оздоровления денежного обращения страны и экономики в целом.

В дальнейшем, начиная с 1924 г., облигационные займы, выпускаемые государством, государственными, частными, коммунальными, кооперативными учреждениями, а также банками (под гарантии государства) носили долгосрочный характер и предназначались преимущественно для хозяйственных организаций. Широкое распространение получил и выпущенный в 1924 г. и просуществовавший до 1930 г гарантированный восьмипроцентный золотой заем, облигации которого предприятия и организации должны были приобретать в обязательном порядке за счет средств своих резервных фондов, а также 12-процентные выигрышные займы.

Особое место занимали облигации государственного займа хозяйственного восстановления 1925 г., выпущенные на 4 года 6 месяцев общей номинальной стоимостью 300 млн.руб., посредством которого предполагалось организовать долгосрочное кредитование капитальных вложений. Государство выдавало хозорганам ссуды облигациями этого займа, под обеспечение которых банки должны были предоставлять долгосрочные кредиты. В качестве источников этих кредитов намечалось использовать остатки средств на текущих счетах вкладчиков, которые, как предполагалось, будут расти. Однако расчеты не оправдались: остатки средств на счетах предприятий не только не увеличились, но, наоборот, снизились, в связи с чем облигации займа хозяйственного восстановления были размещены в значительной мере за счет банковской эмиссии. Поэтому выдача ссуд облигациями этого займа с 1 октября 1926 г. была приостановлена.

В 30-е годы преобладающая часть государственных ценных бумаг распространяется среди населения. В экономической литературе отмечается, что до начала Великой Отечественной войны население дало государству взаймы около 50 млрд. руб. в действующем в то время масштабе цен. В основном выпускались облигации массовых государственных займов, распространяемые путем подписки, средства от реализации которых направлялись на финансирование капитального строительства.

Важную роль сыграли займы для населения в период Великой Отечественной войны. За счет средств, полученных от реализации государственных ценных бумаг, было покрыто около 15 % всех военных расходов.[1]

Однако выпуск ценных бумаг предполагает не только получение доходов от их реализации, но также и необходимость уплаты государственного долга по ним. Ко второй половине 50-х годов государственный кредит исчерпал свой антиципационный потенциал. По этой причине 19 апреля 1957 г. ЦК КПСС и Совет Министров СССР приняли Постановление о прекращении выпуска новых массовых займов, размещаемых по подписке среди населения, начиная с 1958 г., об отказе от проведения тиражей выигрышей и отсрочке погашения облигаций всех аналогичных ранее выпущенных займов на 20 лет.

[1] Сахарова М.О. Формы кредита при социализме. - М.: МФИ, 1989.

Несмотря на то, что правительство А.Н.Косыгина начало погашать государственный долг на 4 года раньше намеченного срока, доверие населения к облигациям государственных займов было серьезно подорвано. Потребовались годы, чтобы восстановить его.

С перестройкой экономики развитие рынка государственных ценных бумаг получило новый импульс. Если к началу перестроечного движения в обращении находились в основном облигации внутреннего выигрышного займа 1982 г. выпуска, то к середине 1990 г. помимо указанных ценных бумаг, реализованных населению на 22 млрд. руб., были выпущены сертификаты Сберегательного банкз СССР на 2,6 млрд. руб., облигации товарного целевого беспроцентного займа - на 10 млрд., руб., начали выпускаться казначейские обязательства государства для населения из расчета 10 % годовых на 15 млрд. руб., облигации внутреннего 5-процентного займа, размещаемые на предприятиях и в банках, - на 60 млрд. руб. Кроме того за границей находились в обращении ценные бумаги, выпущенные Советским государством с целью привлечения иностранных займов. Все вышеизложенное свидетельствует о существовании в СССР первичного рынка государственных ценных бумаг. Вторичный их рынок практически отсутствовал.

✓ **Муниципальные облигации (облигации местных займов)**

В качестве эмитентов таких облигаций могут выступать органы власти национально-государственных и административно-территориальных образований Республики Узбекистан: например, Республика Каракалпакстан, области, районы, города. Решение о выпуске облигаций принимается местными органами государственной власти: Советом Министров Республики Каракалпакстан, хокимиятами областей, городов, районов.

Один из главных вопросов выпуска муниципальных облигаций - это вопрос их обеспечения. В зависимости от этого они могут выпускаться со следующими основными источниками покрытия:

Под общее обязательство о погашении задолженности. Выполнение обязательств по таким облигациям обеспечивается общей способностью органа власти взимать налоги, пошлины, арендные платежи и т.п., без закрепления каких-либо конкретных источников поступлений местного бюджета для последующих погашения и выплаты процентов по облигациям.

Под общее обязательство с ограниченным покрытием по налоговой способности. В данном случае органы муниципальной власти определяют, за счет какого конкретного вида поступлений в местный бюджет в будущем будет обеспечиваться выполнение обязательств перед держателями облигаций.

Под целевые поступления. В условиях выпуска облигаций указывается конкретный проект, на реализацию которого направляются средства, полученные от покупателей ценных бумаг, и который должен принести определенные доходы для выполнения обязательств

перед владельцами облигаций. Это может быть строительство объектов муниципальной собственности (аэропортов, вокзалов, причем источником погашения является плата за пользование терминалом), местных электростанций, газопроводов, водопроводов, теплотрасс, дорог (источник погашения - оплата услуг и права пользования конкретными потребителями), строительство больниц, парков, стадионов, других платных общественных объектов муниципалитета (хокимията).

В условиях выпуска таких ценных бумаг должно оговариваться, какая часть предстоящих доходов пойдет на погашение обязательств перед держателями облигаций, а какая - на покрытие текущих издержек от эксплуатации объекта, приносящего доходы, и муниципалитету.

Муниципальные облигации в странах с развитой рыночной экономикой обычно выпускаются под гарантии банков, солидных фирм и котируются на уровне первоклассных акций. Они весьма популярны и считаются одними из наиболее выгодных инвестиционных активов.

В то же время в странах бывшего Союза этот весьма удобный способ привлечения свободных денежных средств не используется. Главные причины этого состоят в отсутствии квалифицированных кадров, способных разработать концепции выпуска муниципальных облигаций, нежелание местных властей взять на себя платные, вместо бесплатных обязательств, устоявшаяся практика субсидирования местных бюджетов из бюджетов государственных (разработка проекта выпуска муниципальных облигаций и его внедрение - "это головная боль", которая приведет к сокращению дотаций сверху).

В Узбекистане, несмотря на отсутствие в практике облигаций местных займов, потенциал их выпуска весьма велик. Серьезной предпосылкой успеха аккумуляции средств по муниципальным займам является наличие в республике уникального института органов местного самоуправления - махаллинских комитетов. Активизация работы хокимиятов с ними в части разработки различных проектов по благоустройству и строительству общественных объектов через реализацию облигаций местных займов могла бы принести весьма ощутимые плоды уже в самом ближайшем будущем.

✓ **Облигации предприятий**

Облигации предприятий являются в основном орудиями коммерческого кредита, отношений, при которых одни предприятия являются должниками, а другие предприятия или население - кредиторами.

Облигации предприятий появились в процессе кредитования промышленных компаний, когда банки против предоставленных кре-



Сертификат акций **Алокабанка** Выпуск 2000 года


1997

"ҒАЛЛАОРОЛ ПАРРАНДАЧИЛИК"
ОЧИҚ ТУРДАГИ ХИССАДОРЛИК ЖАМИЯТИ
ЭМИЗИШ ЖАМҒАРМАСИ

22 762 700

СЎМ

ТАРТИБ РАҚАМИ
113896

ОДДИЙ ЭГАСИ ЁЗИЛМАГАН

АКЦИЯ

СЕРИЯСИ
ГП

100 (БИР ЮЗ) СЎМ

Номинал қиймати 100 сўм бўлган 204 320 дона кўрсатилган оддий эгаси ёзилмаган акция чиқарилган

УМУМИЙ ЧИҚАРИЛГАН АКЦИЯЛАР:

Номинал қиймати 100 сўм бўлган 227 627 дона оддий эгаси ёзилмаган акция чиқарилган.

Акцияларни чиқариш Ўзбекистон Республикаси Давлат мулк қўмитаси ҳузуридаги Қимматли қоғозлар бозорини фаолиятини мувофиқлаштириш ва назорат қилиш маркази томонидан 1997 йил 25 апрелда 15-07-1336-А сонли рухсат билан қайд қилинган.

МАНЗИЛГОҲ: Ўзбекистон Республикаси, Ғаллаорол тумани, "Янги" қишлоғи

Раҳбар

Акция обыкновенная открытого акционерного общества **«Ғаллаорол паррандачилик»**
Выпуск 1997 года

дитов получали от них долговые обязательства (облигации), разделенные на более мелкие суммы. Такой кредит, предоставляемый взамен промышленных облигаций, часто был дешевле других видов банковского кредита. По промышленным облигациям обычно выплачивались более высокие проценты. Это было связано с тем, что процентные платежи по облигациям можно было вычитать из налогооблагаемой прибыли предприятия, тогда как дивиденды по акциям облагались налогом.

Как инструмент финансирования, наряду с преимуществами облигации имеют и недостатки. Твердый процент по промышленной облигации означает для компании рост постоянных издержек. В периоды кризисов такие издержки особенно чувствительны для эмитента в отличие от дивидендов, которые в зависимости от доходов компании могут устанавливаться на более низком уровне или не выплачиваться вообще.

Привлекательность облигаций предприятий с фиксированным доходом проявляется и в том, что они в отличие от акций могут продаваться по курсу ниже их номинальной стоимости, например, за 970 вместо 1000. Подобная скидка цены называется *дизажио*. Может быть достигнута также договоренность о том, что погашение облигаций будет проведено не по номиналу, а по более высокой рыночной цене, например, вместо 1000 по 1025. Надбавка, или *ажио*, при соответствующем сроке облигаций представляет собой дополнительный доход (наряду с процентными платежами).

Важным показателем при оценке условий облигаций является *рендит (rendite)* - суммарный доход облигации. Как правило, вкладчики приобретают эти ценные бумаги по цене, отличной от номинальной. Поэтому рендит (доход) и номинальный процент по облигации могут значительно отклоняться друг от друга. Рендит ценных бумаг с фиксированным доходом рассчитывается по формуле:

$$\text{Рендит} = \frac{\text{Номинальный процент}}{\text{Эмиссионная цена}} \times 100$$

Предположим, 8-процентная облигация продается не по номинальной цене, равной 100 у.е., а только за 92 у.е.. Ее рендит будет равен 8,7%($\frac{8 \times 100}{92}$).

При этом следует учитывать срок и курс погашения облигации. Предположим, что по истечении 10 лет облигация погашается по курсу 100, т.е. по номинальной цене. В течение этих 10 лет держатель облигации дополнительно к процентам получает курсовую разницу, равную 8 % (100 - 92), которая при накоплении рендита равномерно распределяется на весь срок обязательства. На один год приходится курсовая прибыль в 0,8 пункта (8:10), а суммарный годовой рендит

составит 9,5 % (8,7 + 0,8).

✓ **Обязательные реквизиты бланков облигаций**

1. Наименование эмитента и его местонахождение.
2. Наименование ценной бумаги.
3. Серия, порядковый номер, дата выпуска.
4. Вид (облигация государственного внутреннего займа, местного займа, облигация предприятия).
5. Общая сумма выпуска.
6. Номинальная стоимость.
7. Имя или наименование держателя (для именной облигации).
8. Процентная ставка.
9. Условия и порядок выплаты процентов.
10. Условия и порядок погашения.
11. Подписи руководителя и главного бухгалтера эмитента.
12. Код облигации и дата, присвоенные регистрирующим органом.

В соответствии с законодательством Узбекистана облигации предприятий могут выпускаться предприятиями всех форм собственности. Решение о выпуске облигаций предприятия принимается администрацией предприятия, а акционерного общества - исполнительным органом (правлением). Решение должно быть оформлено соответствующим протоколом. Не допускается выпуск облигаций предприятиями для формирования и пополнения уставного фонда, покрытия убытков и т.п. Акционерные общества могут выпускать облигации на сумму, не превышающую 20 процентов от размера уставного капитала и только после полной оплаты всех выпущенных акций. Размер суммы выпуска облигаций по предприятиям других форм собственности определяется органом, регулирующим фондовый рынок республики.

Следует отметить, что в Узбекистане, несмотря на легитимность этого вида ценных бумаг, позволяющую предприятиям и организациям привлекать для своего развития значительные суммы заемных денежных средств, и одновременно существующую сложность получения традиционно развитого банковского кредита, облигации предприятий хозяйствующими субъектами долгое время не выпускались. Их выпуск начался только в 1999 году. В частности, одним из первых эмитентов подобного вида ценных бумаг стало дочернее предприятие корпорации "Anchor investment, Inc." (США) - "Найтов Нетворкс", выпустившее в сентябре 1999 года 47 наличных процентных облигаций на предъявителя номинальной стоимостью один миллион сумов на срок 90 дней. По эмиссии облигаций выплачивался доход по ставке 22 процента годовых, который владельцы облигаций могли получить в момент предъявления облигаций к погаше-

нию, но не позднее 30 дней с объявленной даты погашения.

Фирма "Найтов Нетворкс", специализирующаяся на продаже, наладке и монтаже компьютерной оргтехники, использовала средства, мобилизуемые за счет выпуска облигаций, для финансирования торговых операций и поддержания своих оборотных средств.

В том же месяце 1999 года НПЦ "ТС-Технология", специализирующийся на компьютерных технологиях, при поддержке ассоциации "Узэлтехпром" начал осуществлять эмиссию своих краткосрочных процентных облигаций номинальной стоимостью 500 тыс. сумов. В соответствии с условиями выпуска покупателям облигаций гарантировался доход до 25 % годовых при минимальном сроке вложения средств - 3 месяца.

Эмиссия облигаций вышеназванных предприятий была зарегистрирована Центром по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг. Доходы по облигациям облагаются по ставке 15% в отличие, например, от доходов по депозитам в банках, облагаемых по ставке 31%.

В мировой практике рынка ценных бумаг распространены следующие разновидности облигаций:

долгосрочные, среднесрочные и краткосрочные;

именные и на предъявителя;

выигрышные (доход выплачивается только в том случае, если на номер облигации выпал выигрыш);

беспроцентные (целевые) - погашаются товарами;

свободно обращающиеся;

с ограниченным кругом обращения (например, в пределах предприятия);

внутренних и внешних займов (государственные облигации);

имеющие залог (в виде акций, оборудования и т.п.) и *без залога* (под доброе имя эмитента);

купонные и бескупонные;

отзывные и без права отзыва;

гарантированные (выплата или погашение гарантируется третьим лицом);

конвертируемые (могут обмениваться на акции);

с правом участия (дают право на часть прибыли компании);

доходные (процент выплачивается только при условии, когда у компании есть прибыль);

бросовые (облигации низкого качества);

закладные облигации, обеспечением которых служат закладные под недвижимость.

ГЛАВА 4. КАЗНАЧЕЙСКИЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА

Казначейские обязательства - государственные ценные бумаги на предъявителя, удостоверяющие внесение их владельцами денежных средств в бюджет и дающие право на получение фиксированного дохода в течение всего срока владения этими ценными бумагами.

В Узбекистане могут выпускаться следующие виды казначейских обязательств:

1. *Долгосрочные* - выпускаются на срок от 5 и более лет (в международной практике они получили название *Bond*).

2. *Среднесрочные* - выпускаемые на срок от года до 5 лет (*Note*).

3. *Краткосрочные* - выпускаемые на срок до 1 года, 3, 6 и 9 месяцев (*Bill*).

Решение о выпуске долгосрочных и среднесрочных казначейских обязательств принимается Кабинетом Министров Республики Узбекистан, а краткосрочных - Министерством финансов.

По своей природе казначейские обязательства очень близки к государственным облигациям. Фактически казначейские обязательства есть не что иное, как государственные облигации, выпускаемые для физических лиц, доходы по которым можно получать на протяжении всего срока владения ценной бумагой.

ГЛАВА 5. ДЕПОЗИТНЫЕ СЕРТИФИКАТЫ

Депозитный сертификат (англ. *certificate of deposit*) ***- свидетельство кредитного учреждения о вкладе денежных средств, дающее право вкладчику на получение по истечении установленного срока суммы депозита и процентов по нему.***

Депозитные сертификаты получили активное развитие с 60-х г.г. в США и Великобритании как разновидность вкладного депозитного свидетельства - документа, подтверждающего взнос денег в кредитное учреждение, по которому вклад мог быть истребован. В вышеуказанных странах широкое распространение получил выпуск обращающихся срочных депозитных сертификатов, которые могут быть проданы вкладчиками банку, а не дилерам с потерей процентов или переданы одним лицом другому при помощи передаточной надписи. Такие сертификаты в США выпускаются на крупные суммы - от 100 тыс. до 1 млн. долларов. В качестве инвесторов выступают крупные предприятия, иностранные вкладчики, местные органы власти. Сертификаты стали особенно популярны в связи с приемом их в уплату налогов.

В Узбекистане после принятия независимости, начиная с 1994 г., сертификаты выпускаются двух видов:

депозитные сертификаты - для юридических лиц, сроком до 1 года;

депозитные (сберегательные) сертификаты - для физических лиц, сроком до 3 лет.

Срок обращения сертификата исчисляется с даты его выдачи до даты, когда его владелец получает право востребования вклада. Если срок получения депозита и вклада по сертификату просрочен, то такой сертификат считается документом до востребования, по которому банк несет обязательство оплатить обозначенную на нем сумму немедленно по первому требованию владельца.

Банк может предусмотреть возможность досрочного предъявления сертификата к оплате. В этом случае выплачиваются нарицательная (номинальная) стоимость сертификата и проценты по пониженной ставке, которая определяется банком заранее, при выдаче сертификата. Проценты по первоначально установленной в условиях выпуска и обращения ставке, причитающиеся владельцу по истечении срока обращения сертификата, должны выплачиваться банком-эмитентом независимо от времени покупки данного сертификата.

Сертификаты могут выпускаться как в разовом порядке, так и сериями, именные и на предъявителя.

Банк, выпускающий сертификат, может включать в него по согласованию с Центральным банком иные дополнительные условия и реквизиты. На бланке сертификата должны содержаться все условия выпуска и обращения (условия и порядок уступки прав требования по сертификату). Если же с сертификатом была проведена операция, не предусмотренная условиями, содержащимися на его бланке, то такая операция считается недействительной.

✓**Обязательные реквизиты бланков депозитных сертификатов**

1. Наименование ценной бумаги.
2. Указание причины выдачи сертификата (внесение депозита или сберегательного вклада).
3. Дата внесения депозита или сберегательного вклада.
4. Размер депозита или сберегательного вклада (прописью и цифрами).
5. Безусловное обязательство банка вернуть сумму, внесенную на депозит или вклад.
6. Дата востребования вкладчиком суммы по сертификату.
7. Ставка процента за пользование депозитом или вкладом.
8. Сумма причитающихся процентов.
9. Адрес банка-эмитента, а для именного сертификата - имя (наименование) вкладчика.
10. Подписи двух лиц, уполномоченных банком на подписание такого рода обязательств, скрепленные печатью банка.

Бланки сертификатов изготавливаются только полиграфическими предприятиями, имеющими от Центрального банка лицензию на производство бланков ценных бумаг. Заполняться же бланк может от руки чернилами, шариковой ручкой или типографским способом.

Владелец сертификата может переуступить его другому лицу. Уступка права требования по бланковому именному сертификату (*цессия*) оформляется на его оборотной стороне двухсторонним соглашением уступающего свои права (*цедента*) и приобретающего эти права (*цессионария*). Уступка права требования по бланковому сертификату на предъявителя осуществляется простым вручением этого сертификата.

Банки могут выпускать сертификаты и в безналичной форме (в виде записей по счетам "депо"). В этом случае учет операций по сертификатам в безналичной форме ведется в депозитариях банков. Взаимоотношения клиента и депозитария оформляются договором.

Реализация депозитных сертификатов юридическим и физическим лицам имеет некоторые различия. Если сертификат реализуется юридическому лицу, между банком-эмитентом и вкладчиком заключается договор. Денежные расчеты по купле-продаже депозитных сертификатов и выплате сумм по ним осуществляются только в безналичном порядке. Оформление депозитного (сберегательного) сертификата физическим лицам производится на основании заявления, в котором вкладчик указывает все необходимые для заполнения сертификата реквизиты. Оплата депозитного (сберегательного) сертификата производится чеком или наличными. Погашение депозитного (сберегательного) сертификата банком производится наличными либо путем перевода суммы на счет, указанный клиентом.

В отличие от некоторых других ценных бумаг (например, векселей) сертификаты не могут служить расчетным или платежным средством за проданные товары и оказанные услуги. Это служит одной из причин того, что вторичный рынок депозитных и депозитных (сберегательных) сертификатов практически не развит.

Решение о выпуске сертификатов принимается тем руководящим органом банка, который имеет на то полномочия согласно действующему законодательству и уставным документам банка. Решением о выпуске сертификатов должны быть утверждены условия и определены порядок и сроки мероприятий, связанных с выпуском. Мероприятия включают в себя:

- публикацию сообщения о предстоящем распространении сертификатов, условий их выпуска в обращение;
- организацию распространения сертификатов.

Разрешение на выпуск сертификатов банк-эмитент оформляет в Центральном банке, который в течение двух недель со дня подачи заявления на проведение регистрации выпуска должен зарегистрировать выпуск либо отказать в регистрации.

Центральный банк может зарегистрировать выпуск сертификатов либо признать выпуск недействительным с возвратом всех собранных в результате произведенного выпуска средств вкладчикам, а также потребовать досрочной оплаты сертификатов в следующих случаях:

- условия выпуска и обращения сертификатов противоречат действующему законодательству;
- если банк приступил к реализации мероприятий по выпуску сертификатов до официальной регистрации;
- несоответствия информации в рекламе реальному положению дел, действующему законодательству;
- нарушения действующего законодательства или правил выпуска, обращения и оплаты сертификатов.

Порядок выпуска, регистрации и обращения депозитных сертификатов банков регулируется специальными Правилами, утвержденными циркуляром Центрального банка Республики Узбекистан № 103 от 24 декабря 1994 г.

Сам Центральный банк также может выпускать сертификаты. Порядок выпуска таких сертификатов регулируется "Положением о выпуске депозитных сертификатов Центрального банка Республики Узбекистан". Сертификаты, выпускаемые Центральным банком, относятся к категории государственных ценных бумаг.

ГЛАВА 6. ВЕКСЕЛЯ

Вексель (от немецкого *Wechsel*) - ***это ценная бумага, удостоверяющая безусловное обязательство векселедателя либо иного указанного в векселе плательщика выплатить по наступлении предусмотренного векселем срока определенную сумму владельцу векселя.***

Историческая справка

Родиной векселя является Италия (XII-XIII в в.). Прообразом переводного векселя было сопроводительное письмо одного банкира-менялы другому с просьбой выплатить подателю письма (например, купцу, приехавшему на ярмарку) взамен уплаченных им денег соответствующую сумму в местной валюте. Простой вексель по своему происхождению связан с долговой распиской. Первоначально отношения между участниками вексельной операции были доверительными, но со временем приобрели характер юридических обязательств.

Широкое распространение векселя получили в связи с развитием капиталистических отношений, ростом ростовщического, торгового и банковского капитала и международной торговли. Первые вексельные законы были изданы в Европе в XVII-XVIII в в. С развитием и усложнением товарно-денежных отношений вексель превращается в универсальный кредитно-расчетный документ. С его помощью оформляются кредитные отношения, он выполняет функцию кре-

дитных денег, средства платежа, как ценная бумага сам становится объектом различных сделок (купли-продажи, учета, залога и т. п.).

В 1882 г. в Англии был принят Закон о переводном векселе (*Bills of Exchange act*), ставший основой для транснационального обращения векселя в ряде стран - таких, как США, Англия, Канада, Пакистан, Индия, и др.

В бывшем СССР векселя применялись во внутреннем обороте в 1922-1930 г.г. при предоставлении коммерческого кредита государственными, кооперативными и частными предприятиями. Обращение векселей регламентировалось Положением о векселях 1922 года. Банки, совершая учетные операции с векселями, осуществляли контроль за своевременным выполнением хозяйственными органами обязательств по векселям. Банковский учет векселей частных лиц ограничивался, а с 1927 г. был полностью прекращен. После кредитной реформы 1930 г., установившей систему прямого целевого банковского кредитования организаций, запретившей хозяйственным органам взаимное кредитование, вексельное обращение внутри страны было ликвидировано. Вексель использовался только во внешнеторговых и международных расчетах.

В 1930-1931 г.г. в Женеве состоялись международные конференции, посвященные дальнейшей унификации вексельных законов, целью которых было устранение трудностей международного обращения векселей и чеков, вызванных разнообразием правовых норм различных стран. В результате был выработан Единообразный закон о переводных и простых векселях (или, более коротко, ЕВЗ), который делал вексель строго формализованным документом. Например, отсутствие хотя бы одного из определенных обязательных реквизитов, предусмотренных ЕВЗ, делало вексель недействительным. Английский закон о переводном векселе не требовал вексельной метки, разрешал выставление векселя на предъявителя, права векселедержателя основывались исключительно на владении векселем и не нуждались в подтверждении никакими доказательствами.

После конференций страны - участницы (Австрия, Бельгия, Бразилия, Германия, Греция, Дания, Италия, Голландия, Норвегия, Польша, Португалия, Финляндия, Франция, Швейцария, Швеция, Япония и некоторые другие) ввели в действие Единообразный вексельный закон на своих территориях в разное время. Следует отметить, что в Женеве не удалось достичь полной унификации вексельного законодательства. Такие страны, как США, Англия, Австралия, продолжали использовать правила, основанные на английском вексельном Законе 1882 г.

Бывший Советский Союз присоединился к Женевским конвенциям в ноябре 1936г., а 7 августа 1937г. в стране было принято Положение о переводном и простом векселе. В то время, как отмечалось, на практике коммерческий кредит здесь был запрещен, и вексель, как орудие такого кредита, естественно, не мог быть в обращении. Складывалась ситуация, когда, с одной стороны, существовали документы, обеспечивающие "лигитимность" векселей, а, с другой, отсутствовала возможность их реального выпуска и обращения. Такое положение сохранялось вплоть до 1988 г., когда "Промстройбанк" начал делать первые попытки "реанимации" коммерческого (вексельного) кредита.

Вексельное обращение в Узбекистане получило свое развитие с обретением независимости. Центральным банком республики 24 декабря 1994 года был

утвержден ряд важных документов, регламентирующих выпуск в обращение векселей, в частности Рекомендации по применению векселей в хозяйственном обороте (решение Центрального банка Республики Узбекистан № 31/7"г"), Правила проведения банками операций с векселями (решение Центрального банка Республики Узбекистан № 31/7"б"), Правила выпуска и обращения простого векселя (соло) коммерческих банков (решение Центрального банка № 31/7"в"). Несколько позднее Центральный банк по согласованию с Министерством финансов Республики Узбекистан утвердил Временный порядок выпуска и обращения векселей предприятий и организаций (зарегистрированы Министерством юстиции Республики Узбекистан 31 мая 1995 г. за №149).

По действующему законодательству векселя могут выписываться предприятиями и организациями под конкретную торговую сделку. Они могут быть простыми и переводными.

Простой вексель (соло вексель) - это документ, содержащий обязательство должника (векселедателя) уплатить определенную денежную сумму в указанный срок кредитору (первому получателю).

Переводный вексель (тратта) - это документ, содержащий приказ векселедателя-кредитора (трассанта) должнику (трассату) уплатить определенную денежную сумму в указанный срок третьему лицу - первому получателю (ремитенту).

Переводный вексель не имеет законной силы, если он не акцептован должником-трассатом. *Акцепт* (согласие на оплату) в письменном виде совершается на лицевой стороне векселя. Акцепт может быть общим или ограниченным (частичным). Частичный акцепт - это письменное согласие должника оплатить часть валюты векселя. В случае неакцепта векселя или отказа от платежа по нему он может быть опротестован. При этом у его держателя появляется право оплаты в порядке регресса, т.е. обратного требования к предыдущим, обязанным по векселю лицам.

Вексель должен содержать обязательные реквизиты, отсутствие хотя бы одного из которых делает его недействительным.

✓ Обязательные реквизиты простого векселя

1. Наименование ценной бумаги.
2. Простое и ничем не обусловленное обещание уплатить определенную сумму.
3. Срок платежа.
4. Место платежа.
5. Наименование того, кому или по приказу кого платеж должен быть совершен.
6. Дата и место составления векселя.
7. Подпись лица, выдающего документ.

В простом векселе с самого начала участвуют два лица: векселедатель, который сам прямо и безусловно обязуется уплатить по выдан-

ному им векселю, и первый приобретатель (векселедержатель), которому принадлежит право на получение платежа по векселю.

Отличие простого векселя от прочих долговых документов состоит в том, что:

а) вексель может быть передаваем из рук в руки по передаточной надписи;

б) ответственность по векселю для участвующих в нем лиц является солидарной, за исключением лиц, совершивших безоборотную надпись;

в) явка в нотариальное учреждение для засвидетельствования подписи не требуется;

г) при неоплате векселя в установленный срок необходимо совершение нотариального протеста;

д) вексель является абстрактным денежным документом и в силу этого обеспечивается закладом, залогом или неустойкой.

Главное отличие переводного векселя от простого, по существу являющегося долговой распиской, заключается в том, что он предназначен для перевода, перемещения ценностей из распоряжения одного лица в распоряжение другого.

✓ **Обязательные реквизиты переводного векселя**

1. Наименование ценной бумаги.
2. Простое, ничем не обусловленное предложение уплатить определенную сумму.
3. Наименование того, кто должен платить (плательщика).
4. Срок платежа.
5. Место платежа.
6. Наименование того, кому или приказу кого платеж должен быть совершен.
7. Дата и место составления векселя.
8. Подпись лица, выдающего вексель (векселедателя).

Выдать (трассировать) переводный вексель - значит принять на себя обязательство гарантии акцепта и платежа по нему. Следовательно трассировать на другого возможно лишь в том случае, если трассант (векселедатель) имеет у трассата (плательщика) в своем распоряжении ценность не менее суммы трассируемого векселя. В отличие от простого в переводном векселе участвуют не два, а три лица:

- векселедатель (*трассант*), выдающий вексель;
- первый приобретатель (или векселедержатель), получающий вместе с векселем право требовать и платеж по нему;
- плательщик (*трассат*), которому векселедержатель предлагает произвести платеж (в векселе это обозначается словами "заплатите", "платите").

Здесь обязательство трассанта условное: он обязуется заплатить вексельную сумму, если плательщик (трассат) не заплатит ее.

Таким образом, в отличие от простого векселя, где плательщиком является векселедатель, в переводном векселе плательщиком является особое лицо, называемое трассатом. Не случайно его наименование в тексте векселя относится к числу обязательных, так как он после принятия (акцепта) векселя становится в положение векселедателя в простом векселе.

Из содержания переводного векселя следует, что обязательства по нему для трассата (плательщика) возникают лишь с момента принятия (акцепта) им векселя. В противном случае он остается для векселедателя совершенно посторонним лицом. Исходя из этого, получатели денег по векселю могут заблаговременно, до наступления срока платежа, выяснить отношение плательщика к оплате векселя. Эта цель достигается путем предъявления векселя трассату с предложением его акцептовать, следовательно, принять на себя обязательство произвести платеж.

Вместе с тем предъявление векселя к акцепту не является обязательным условием для тех случаев, когда векселедержатель уверен в состоятельности трассата и трассанта. Предъявление векселя к акцепту может быть произведено в любое время, начиная со дня его выдачи и кончая моментом наступления срока платежа. Вексель может быть предъявлен к акцепту и акцептован даже после срока платежа, и трассат отвечает по нему так, как если бы он принял вексель до срока.

Обычно вексель предъявляется к акцепту банками по адресу плательщика. Трассат вправе потребовать предъявить ему вексель вторично через день после первого предъявления. Если после этого срока не последует принятия, то вексель считается не принятым. Трассат не имеет права требовать оставления у себя векселя для акцепта.

Акцепт обычно отмечается в левой части лицевой стороны векселя и выражается словом "акцептован", "принят", "заплачу" с обязательным проставлением подписи плательщика. Простая подпись на лицевой стороне векселя также означает принятие векселя.

Вексель может быть выписан на любую сумму на срок до 3 месяцев, а в исключительных случаях - до 6 месяцев. Он может быть выдан сроком "на определенный день" или "во столько-то времени от составления". Если в векселе не указан срок, то он рассматривается как подлежащий оплате при предъявлении.

Векселя выписываются на бланках установленной формы. Типовые бланки векселей изготавливаются централизованным путем ГПО "Госзнак" и распределяются среди коммерческих банков. Предприя-

тия и организации могут приобретать бланки векселей в коммерческих банках по месту ведения расчетного счета. При выдаче бланков векселей банк должен проверить финансово-хозяйственное положение клиента, степень его платежеспособности. При этом банк регистрирует сумму векселя и срок его обращения в специальном журнале. Руководители банка несут персональную ответственность за выдачу бланков векселей и регистрацию вексельных сумм.

При наступлении срока платежа векселедатель обязан при предъявлении векселя оплатить указанную в нем сумму векселедержателю, после чего в двухдневный срок оповестить банк, зарегистрировавший выдачу векселя, о совершении по векселю платежа. В случае неоплаты векселя в срок банк имеет право списывать поступающие на счет предприятия должника денежные средства в счет погашения обязательств по векселю.

Если платеж по векселю своевременно не совершен, векселедержатель может в течение 2 рабочих дней, следующих за днем, в который вексель должен быть погашен, оформить протест в неплатеже, после чего предъявить иск векселедателю и индоссантам (все выдавшие, индоссировавшие вексель, являются солидарно обязанными перед векселедержателем). Иск может быть подан до наступления срока платежа при несостоятельности плательщика, в случае прекращения им платежей, даже если это обстоятельство не было установлено судом.

Векселедержатель имеет право предъявить иск всем индоссировавшим вексель лицам или к каждому в отдельности независимо от последовательности, в которой они передавали друг другу вексель. Такое же право иска имеет каждый, подписавший вексель, после того, как он его оплатил.

Векселедержатель может требовать от лица, которому он предъявил иск по векселю:

- неоплаченную сумму векселя и проценты, если они были обусловлены;
- проценты в размере учетной ставки Центрального банка со дня срока платежа;
- издержки по протесту (посылка извещения, пошлина и др.);
- пеню в размере половины учетной ставки Центрального банка со дня срока платежа.

В соответствии с Указом Президента Республики Узбекистан от 19 марта 1997 года выпуск векселей предприятиями и организациями допускается только для покрытия недостатка у них денежных средств для расчетов за конкретно поставляемые им товары (работы, услуги) с обязательным оформлением *вексельного поручительства (аваля)* со стороны обслуживающего банка. Аваль может офор-

мляться банком только под залог ликвидных активов предприятия. Запрещается передача векселей в трастовое управление, а также выдача кредитов векселями. Кроме того, предприятия и организации-векселедержатели, имеющие недоимки перед бюджетом, не имеют права использовать для оплаты за товары (работы, услуги) векселя с наступающими в данном месяце сроками погашения. Денежные средства, поступающие векселедержателям в погашение указанных векселей, подлежат перечислению в бюджет в счет имеющейся недоимки.

Коммерческим банкам вменено открывать предприятиям-векселедателям специальные счета, на которых к моменту погашения векселей банки должны резервировать в необходимом размере денежные средства векселедателей, а в случае отсутствия у векселедателя к моменту погашения векселя свободных денежных средств своевременно выплачивать на основании вексельного поручительства (аваля) векселедержателю причитающиеся ему средства с последующим применением процедуры протеста векселя и санкций к предприятию - должнику.

✓**Разновидности векселей, встречающиеся в мировой практике**

Покрытые - векселя, основанные на реальных сделках.

Дружеские - выдаются на доверительной основе. При этом одна сторона для оказания помощи другой, находящейся в затруднительном финансовом положении, акцептует его вексель с тем, чтобы последняя либо расплатилась со своими должниками, либо произвела его учет в банке.

Бронзовые - векселя, не имеющие товарного покрытия. Они выписываются, как правило, на вымышленное лицо. Доход по такому векселю получают путем учета его в банке. Обычно такие векселя выставляются предпринимателями друг на друга с целью получения по ним банковских ссуд.

Коммерческие - векселя, основанные на товарных сделках.

Финансовые - векселя, основанные на сделке ссуды, по которой одно предприятие выдает другому денежные средства.

Банковские - векселя, плательщиками по которым выступают банки. По своей природе они схожи с депозитными сертификатами.

Казначейские - разновидность финансового векселя. Они выпускаются государством.

В странах с развитой экономикой посредством векселя можно оформить различные кредитные обязательства: оплатить купленный товар или предоставленные услуги на условиях коммерческого кредита, возвратить полученную ссуду, предоставить кредит.

Векселя могут обращаться. Передача векселя от одного держателя к

другому производится посредством передаточной надписи - индоссамента (именного или бланкового). Каждый индоссант несет ответственность за акцепт и платеж как "векселедатель". Вексель, как ценная бумага, для оплаты должен быть предъявлен в месте платежа плательщику или третьему лицу, которому поручено оплатить вексель (домицилиату). Обращение векселей ограничено сроком, на который они выписаны.

Индоссамент - передаточная надпись на ценной бумаге, векселе, удостоверяющая переход прав по этому документу к другому лицу. Индоссамент проставляется обычно на оборотной стороне документа или на добавочном листе. Лицо, совершающее индоссамент, называется индоссантом. Индоссамент может содержать указание лица, в пользу которого переводится документ (полный или именной), быть на предъявителя или состоять из одной лишь подписи индоссанта (бланковый).

Передаточные надписи могут иметь следующий вид: "платите приказу" или "вместо нас уплатите". Подпись должна скрепляться печатью организации.

Индоссамент может быть следующих видов:

- *Именной индоссамент* определяет нового владельца. Для дальнейшей передачи векселя необходима его подпись.
- *Бланковый индоссамент* не определяет лица, которому передается вексель. Отмечается только факт передачи.
- *Безоборотный индоссамент.* Векселедержатель (индоссант) при передаче векселя вправе поместить в передаточной надписи оговорку "без оборота на меня" и тем самым снять с себя ответственность по неоплаченному и опротестованному в неплатеже векселю, что не распространяется на последующих индоссантов. Наличие в надписи указанной выше оговорки может вызвать подозрение в возможной неоплате векселя, что может подорвать доверие к таким векселям и влияет на их обращаемость.

Индоссант несет солидарную ответственность вместе с векселедателем и плательщиком. Собственником документа при этом остается индоссант, а держатель выступает в роли его поверенного и может совершать любые действия для получения платежа.

Добавочный лист (аллонж). Если в векселе не хватает места для осуществления передаточных надписей, они совершаются на прикрепленном к нему добавочном листе таким образом, чтобы индоссамент начинался на самом векселе и заканчивался на аллонже.

✓ **Последствия непринятия или неплатежа по векселю**

В течение 4 рабочих дней после совершения протеста в неплатеже или неакцепте векселедержатель обязан известить об этом своего

индоссанта и векселедателя. Каждый последующий индоссант в течение двух рабочих дней, следующих за днем получения им извещения, сообщает своему предшественнику о полученном им извещении, и так до векселедателя. Извещение авалисту и индоссанту, за которого он поручился, выставляется одновременно. Непосылка извещения не лишает вексельных прав векселедержателя.

✓ **Протест векселя**

Под вексельным протестом понимается официально удостоверенное требование платежа и его получение. Векселедержатель или его уполномоченное лицо для совершения протеста должны предъявить неоплаченный вексель в нотариальную контору по месту нахождения плательщика или, если это домицилированные векселя, т.е. векселя, подлежащие оплате у третьего лица, - по месту нахождения этого лица, а для совершения протеста векселей в неакцепте и недатировании акцепта - по месту нахождения плательщика.

Векселя предъявляются в нотариальные конторы для совершения протеста в неоплате на следующий день после истечения даты платежа по векселю, но не позже 12 часов следующего после этого срока дня.

Хотя в соответствии с существующим законодательством вексель - вполне "легитимная" ценная бумага, многие предприятия и организации стараются избегать использования этого финансового инструмента. Это объясняется как незнанием подавляющей массой бухгалтеров и руководителей особенностей использования векселей, так и опасением не получить вовремя деньги за отпущенный товар и возникновения в связи с этим дополнительных расходов и затрат времени.

ГЛАВА 7. ПОНЯТИЕ ПРОИЗВОДНЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ

Производные ценные бумаги (ПЦБ) - это контракты, по которым одна сторона приобретает право или обязательство купить или продать определенное количество ценных бумаг по оговоренной цене в определенный срок. Чаще всего в качестве базисного актива (то есть ценной бумаги, лежащей в основе контракта) выступают акции и облигации.

В Узбекистане существуют некоторые особенности выпуска и обращения производных ценных бумаг. В соответствии с Положением о порядке выпуска и обращения производных ценных бумаг на территории республики могут выпускаться только производные ценные бумаги, в основе которых лежат ценные бумаги акционерных обществ. Проспект эмиссии этих производных ценных бумаг должен

пройти государственную регистрацию и получить в установленном порядке регистрационный номер.

Эмитент ПЦБ - юридическое лицо, выпускающее ПЦБ и несущее от своего имени обязательства по ним перед держателями этих ценных бумаг. Решение о выпуске ПЦБ принимается органом управления эмитента, имеющим на это полномочия. Этот же орган утверждает проспект эмиссии ПЦБ. Если стоимость базисного актива ПЦБ равна или превышает 1 млн. сумов, государственная регистрация проспекта эмиссии производится Центром по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг. В остальных случаях государственная регистрация ПЦБ производится его территориальными отделами в регионах.

ПЦБ могут выпускаться как в наличной, так и в безналичной формах. В последнем случае они оформляются глобальным сертификатом - документом, подтверждающим весь выпуск ПЦБ (или его часть) в безналичной форме и хранящимся в депозитарии, включающим в себя все реквизиты, требуемые для единичного сертификата, перечень общих условий эмиссии и обращения выпуска ПЦБ.

Производные ценные бумаги могут подразделяться на классы и серии.

Класс - это производная ценная бумага одного вида, в основе которого лежит один базисный актив.

Серия - это производная ценная бумага одного класса с одинаковыми ценами исполнения и сроками действия.

Спецификация базисного актива производной ценной бумаги должна содержать информацию о виде, типе, категории ценной бумаги, ее номинальной стоимости, цене за единицу, количестве, эмитенте, общей стоимости и некоторые другие сведения.

Не допускается купля-продажа производных ценных бумаг в рассрочку; продажа производных ценных бумаг, не являющихся собственностью продавца в момент оформления сделки (цессии), а также продажа ПЦБ в день истечения их срока действия.

Производные ценные бумаги могут выпускаться в виде опционов, варрантов и фьючерсов.

Опцион (от немецкого *option*) - ***это контракт, дающий право одной из сторон сделки купить или продать определенное количество ценных бумаг в течение определенного периода времени по фиксированной цене контрагенту, который за вознаграждение (премию) принимает на себя обязательство реализовать это право.***

Особенностью опциона является то, что его владелец приобретает не саму ценную бумагу, а п р а в о на ее приобретение или реализацию. Причем он может использовать свое право на покупку или

продажу либо отказаться от него.

В опционном договоре участвуют две стороны - покупатель опциона (держатель) - лицо, приобретающее право купить или продать определенное количество ценных бумаг, и продавец (надписатель) - лицо, принимающее на себя обязательство соответственно продать или купить эти ценные бумаги.

Все опционы делятся на два типа. Опцион на покупку "колл-опцион" (call) и опцион на продажу - пут-опцион (put). *Опцион на покупку* (call) дает право на покупку базисного актива в будущем, на определенных производной ценной бумагой условиях. *Опцион на продажу* (put) дает право держателю опциона на продажу базисного актива в будущем в соответствии с условиями производной ценной бумаги.

Опционы подразделяются на "европейские" и "американские".

Европейский опцион - контракт, исполнение которого допускается только на согласованную будущую дату. *Американский опцион* - контракт, исполнение которого допускается в любой момент до и на согласованную будущую дату.

Цена исполнения опциона - цена базисного актива, согласованного в опционном договоре.

Премия - цена опциона, выплачиваемая покупателем продавцу против выписки опционного сертификата.

Внутренняя стоимость - доход держателя опциона, который он получил бы в случае немедленной реализации контракта. Она равна разнице между текущей ценой базисного актива и исполнительной - оговоренной в контракте.

Внешняя (временная) стоимость - разница между премией и внутренней стоимостью опциона, размер которой зависит от срочности контракта, устойчивости курса и динамики процентных ставок.

В основе опционной и фьючерсной торговли лежит спекулятивный интерес, стремление заработать на повышении или понижении курса ценных бумаг.

Рассмотрим механизм игры контрагентов при опционе call.

По условиям этого опциона владелец (*держатель*) имеет право приобрести ценные бумаги у лица, которое выписало контракт, по оговоренной цене. Это право действует в течение определенного срока. При приобретении опциона покупатель уплачивает продавцу премию. Продавец опциона (*надписатель*) обязан продать эти ценные бумаги, если того потребует держатель.

Например, текущий курс акции ABC по операции с опционом - 40 долл. США. Держатель приобретает опцион на приобретение 1 лота (100) таких акций. По условиям контракта держатель имеет

право до истечения срока контракта купить данный лот по цене 42 долл. за акцию. При этом он должен уплатить премию надписателю - 1 долл. за каждую акцию. Оба контрагента сделки заинтересованы в противоположных изменениях курса АВС. Так, если держатель не ошибся в своих предположениях и курс АВС поднялся до 45 долл. за акцию, реализация опциона (то есть своего права на покупку) принесет ему 2 долл. с каждой акции (45 - 42 - 1), а с лота - 200 долл. (2 х 100). Если же его прогноз не подтвердился и курс АВС поднялся только до 42 долл. за акцию, то при реализации опциона держатель потерял бы 1 долл. с каждой акции (42 - 42 - 1). Поэтому держатель в такой ситуации не будет реализовывать свое право на приобретение опциона.

С другой стороны, надписатель кровно заинтересован в том, чтобы курс АВС остался прежним либо поднялся незначительно (не выше суммы цены исполнения опциона и премии). В этом случае надписатель получает премию и, кроме того, у него остаются ценные бумаги.

Игра контрагентов при опционе put может выглядеть следующим образом: в данном случае на повышение курса рассчитывает продавец опциона (надписатель), а покупатель (держатель) играет на его понижение. Продавец опциона выписывает опцион на продажу и тем самым принимает обязательство приобрести акции АВС у держателя, если последний изъявит желание продать их. Например, текущая рыночная цена акций АВС - 40 долл. Цена, устанавливаемая в опционном договоре, в этом случае ниже текущего рыночного курса и составляет 35 долл. Предположим, премия, которую получает продавец, - 1 долл. Если рыночный курс возрастет, держатель не станет реализовывать свое право и продавать акции надписателю по низкому курсу, оговоренному в опционном договоре. Однако он понесет потери, ограниченные суммой премии, которую он заплатил надписателю. В данном случае надписатель, не вложив ни цента, получит чистую прибыль по 1 долл. с одной акции. Но, если рыночный курс акций АВС снизится до 30 долл. за акцию, держатель может приобрести на рынке оговоренное в договоре количество акций по 30 долл. и реализовать свое право, продав их надписателю по оговоренной в опционном контракте цене - 35 долл., получив при этом чистую прибыль 4 долл. с каждой акции (35-1). Таким образом, держатель заинтересован в том, чтобы курс акций, по которым заключен опционный договор, снизился в рамках оговоренного срока как можно ниже.

В США в любой котировке опциона присутствуют следующие характеристики:

тип опциона - на покупку ("С") или на продажу ("Р");

класс опциона - вид ценных бумаг, лежащих в основе опционного контракта;

премия, которая указывается в расчете на одну акцию лота.

Например, типичная котировка опциона выглядит следующим образом.

6 ABC OCT 45 C at1, где:

6 - число контрактов на 100 акций, лежащих в основе опциона;

ABC - сокращенное наименование акционерного общества;

OCT - дата истечения контракта;

45 - цена реализации опциона;

C - тип опциона (в данном случае "Call" - на покупку);

1 - премия.

Данная котировка означает, что держатель имеет право приобрести 600 акций (6 x 100) акционерного общества ABC по цене 45 долларов за акцию до третьей пятницы[1] октября и что он уплатил за это право премию в размере 600 долларов (1 x 6 x 100).

В соответствии с законодательством Республики Узбекистан опционы могут удостоверять право на покупку или продажу как выпущенных ранее собственных ценных бумаг эмитента опционов, так и ценных бумаг третьих лиц. Не допускается выпуск опционов, базисным активом которого являются впервые выпускаемые в обращение собственные ценные бумаги эмитента.

Опционы могут быть именными и на предъявителя. Опционы в Республике Узбекистан вобрали в себя признаки опциона американского типа, то есть держатель опциона может реализовать свое право покупки или продажи базисного актива либо в течение определенного срока, либо в конкретную дату.

✓ **Обязательные реквизиты опциона**

1. Наименование: "опцион на покупку" или "опцион на продажу"
2. Дата и номер государственной регистрации.
3. Дата выписки опциона.
4. Наименование, адрес и банковские реквизиты эмитента опциона.
5. Обязательство эмитента продать (для опциона на покупку) или купить (для опциона на продажу) базисный актив.
6. Срок действия или дата исполнения опциона.
7. Спецификация базисного актива.
8. Подпись и печать эмитента.

Операции с опционами могут совершаться как на биржевом, так и внебиржевом рынках ценных бумаг.

Одной из разновидностей опциона является варрант (*warrant*).

[1] В США условия опционов (включая даты истечения контрактов) устанавливает Опционная клиринговая корпорация. Как правило, за дату истечения контракта принимается месяц, в котором истекает контракт. В этом месяце срок котируемых опционов истекает в ночь с третьей пятницы на третью субботу.

Варрант - это документ, который удостоверяет право его держателя на покупку в течение определенного периода времени либо в определенный день ценных бумаг, впервые выпускаемых эмитентом варрантов. Таким образом, выпуск варрантов привязывается к выпуску ценных бумаг, составляющих базисный актив. Один выпуск ценных бумаг, являющихся базисным активом варранта, дает право только на один выпуск варранта.

Варранты не могут выпускаться по уже выпущенным в обращение ценным бумагам, находящимся в собственности третьих лиц или выкупленных самим эмитентом. Запрещается эмиссия варрантов с ценой базисного актива ниже номинала ценных бумаг (за исключением облигаций).

✓ **Обязательные реквизиты варранта**

1. Наименование ценной бумаги.
2. Дата и номер государственной регистрации.
3. Дата выписки варранта.
4. Наименование, адрес и банковские реквизиты эмитента варранта.
5. Обязательство эмитента продать базисный актив.
6. Срок действия или дата исполнения варранта.
7. Спецификация базисного актива.
8. Наименование покупателя варранта (для именного варранта).
9. Подпись и печать эмитента варранта.

Эмитенты варрантов должны обеспечить первым держателям варрантов равные ценовые условия для их приобретения. Цена размещения ценных бумаг для держателей варрантов может отличаться от цены размещения этих же ценных бумаг инвесторам, не являющимся держателями варрантов. Операции с варрантами могут совершаться как на фондовой бирже, так и на внебиржевом рынке ценных бумаг.

Фьючерсы (futures) представляют собой контракты о поставке оговоренного количества ценностей в течение определенного периода времени по цене, установленной на момент заключения сделки. Фьючерсные контракты могут выставляться как на ценные бумаги, так и на товары, продаваемые на биржах.

Главные черты фьючерсов - ценовая определенность и обязательность исполнения. Фьючерсы не предусматривают немедленной передачи права собственности на приобретаемые по контракту ценности из одних рук в другие. Посредством фьючерсов приобретается гарантированное законом обязательство, которое может быть оформлено как сделка. Характерной специфической чертой фьючерса является и то, что они могут продаваться независимо от того, существуют ли данные ценности (у продавцов или вообще) в настоящий момент или нет.

Сходство фьючерсов с опционами состоит в том, что и те, и другие дают возможность приобретать фондовые ценности в будущем. Что касается различий, то они состоят в следующем:

1. Фьючерсы не являются актами купли-продажи; фьючерс - твердое обязательство поставки фондовых ценностей.

2. Фьючерс содержит требование обязательного расчета по истечении установленного срока.

3. Риск по фьючерсу гораздо выше, чем по опциону, поскольку покупатель фьючерса в отличие от покупателя опциона может потерять сумму, намного большую, чем потерянная премия по опциону.

Условия фьючерсного контракта стандартны. Цена фьючерсного контракта определяется как результат соотношения спроса и предложения на биржевых аукционах. Расчеты по фьючерсным сделкам производятся, как правило, через клиринговые палаты бирж, где открыты счета торговцев (продавцов и покупателей) фьючерсами.

Торговля этим видом производных ценных бумаг имеет свои особенности. Фьючерсные сделки с акциями осуществляются на фондовых биржах, фьючерсные операции с облигациями - на товарных биржах.

Наиболее распространенной срочной сделкой с акциями является их продажа на определенный срок при игре на понижение. Как правило, в этом случае ценные бумаги продаются без покрытия, то есть заключается контракт на продажу ценных бумаг, которых нет в собственности продавца. Для осуществления поставки ценных бумаг по такому контракту инвестор заимствует ценные бумаги, подлежащие поставке, у своего брокера, внеся ему, например, только 60 % средств от стоимости пакета акций, который он намерен поставить по этой операции. Далее брокер передает инвестору имеющиеся у него такие же акции либо передает ему такие же акции, купленные на стороне. При этом размер предоставляемого брокером кредита не может превышать величину, установленную органом, контролирующим рынок ценных бумаг в данной стране. После поставки данных ценных бумаг контрагенту инвестор остается должен брокеру такую же партию акций. Это означает, что для выполнения своих обязательств по сделке инвестор должен будет приобрести данный пакет акций на определенную дату в будущем.

В данном случае инвестор, как уже отмечалось, рассчитывает на снижение курса, что позволит ему приобрести эти ценные бумаги по более низкой цене и поставить брокеру по цене первоначальной передачи. В случае же, если курс акций поднимется, инвестор понесет убытки в размере разницы между той суммой, которую он обязан уплатить при покупке этих акций, и той суммой, которую он

получил при их первоначальной продаже без покрытия. Главными целями операций без покрытия являются спекуляция и хеджирование.

По законодательству Узбекистана фьючерс - это ценная бумага (контракт), удостоверяющая безусловное обязательство на покупку или продажу определенных ценных бумаг и иных финансовых инструментов по установленной в контракте цене на определенную в будущем дату. Выпуск фьючерсов, базисным активом которых являются впервые выпускаемые в обращение ценные бумаги, не допускается. Фьючерсы подтверждают обязательства на покупку или продажу ценных бумаг, выпущенных самим эмитентом фьючерса, или третьими лицами. Фьючерсы в отличие от опционов или варрантов, предполагающих возможность отказа от реализации своего права, обязательны для исполнения.

✓ **Обязательные реквизиты фьючерса**

1. Наименование ценной бумаги.
2. Дата и номер государственной регистрации.
3. Дата выписки фьючерса.
4. Вид фьючерса (на покупку или на продажу).
5. Наименование, адрес и банковские реквизиты эмитента фьючерса.
6. Обязательство эмитента продать (купить) базисный актив.
7. Дата исполнения фьючерса.
8. Спецификация базисного актива.
9. Подпись и печать эмитента фьючерса

Операции с фьючерсами в Узбекистане могут совершаться только на фондовых биржах.

Из истории отечественных опционов и фьючерсов

Несмотря на молодость фондового рынка Узбекистана, в его истории нашли место страницы, связанные с реальными сделками по опционам и фьючерсам. Отдельные опционные контракты заключались еще в 1992 году в фондовом отделе биржи "Тошкент". Министерством юстиции Республики Узбекистан 24 октября 1994 года за № 110 было утверждено Положение "Об опционе Госкомимущества на продажу доли государственной собственности, а также долей, предназначенных для свободной продажи и реализации смежникам", в соответствии с которым осуществлялась реализация долей (будущих акций) уставных фондов приватизируемых предприятий. В соответствии с положением по опционам долей проводились внебиржевые аукционы опционных контрактов, стартовые цены премий по которым составляли примерно 40 % номинальной стоимости выставляемого пакета долей уставного фонда предприятия. Выигравший аукцион получал право приобрести долю уставного фонда

предприятия, но уже в виде ценных бумаг, после их выпуска в обращение эмитентом по оговоренной в контракте твердой цене (как правило, номинальной) или отказаться от сделки.

В 1995 году Ташоблуправлением Госкомимущества Республики Узбекистан и Республиканской фондовой биржей "Тошкент" было утверждено Положение о фьючерсном контракте Ташоблгоскомимущества на продажу государственной собственности, а также долей, предназначенных для свободной продажи Система фьючерсной контрактной продажи государственной собственности, а также долей, предназначенных для свободной продажи и реализации смежникам, была ориентирована на ускорение процесса приватизации, активизацию фондового рынка и создание на основе конкурсной продажи условий для формирования рыночных цен на ценные бумаги

Согласно Положению, фьючерсный контракт на долю государственной собственности приватизируемых предприятий, а также долей, предназначенных для свободной продажи и реализации смежникам (фьючерсный контракт Ташоблгоскомимущества) являлся двусторонним контрактом, который обеспечивал обязательство на покупку доли государственного имущества по гарантированной (твердой) цене в течение определенного периода времени или на определенную будущую дату. Он выпускался в обращение до регистрации эмиссии акций приватизируемого предприятия, после регистрации предприятия в органах Министерства юстиции, но не ранее утверждения оценки имущества и подписания приказа Ташоблгоскомимущества о приватизации предприятия Ташоблгоскомимущество гарантировало покупателю фьючерсного контракта завершение эмиссии акций к истечению срока действия контракта и передачу во владение акций на сумму, установленную во фьючерсном контракте. В случае невозможности по каким-либо причинам Ташоблгоскомимуществом выполнения своих обязательств по фьючерсному контракту оно должно было выплатить владельцу контракта стоимость его приобретения и сумму штрафных санкций, предусмотренную договором. В 1995 году на РФБ "Тошкент и внебиржевом рынке республики сделки по фьючерсным контрактам были достаточно частым явлением.

ОСНОВНЫЕ ПОНЯТИЯ И ТЕРМИНЫ

ценные бумаги
квази ценные бумаги
ликвидность ценных бумаг
обращаемость ценных бумаг
риск операций с ценными бумагами
ценные бумаги как документы
ценные бумаги как права
бланки акций
казначейские обязательства
депозитные сертификаты
сберегательные сертификаты
реквизиты бланков сертификатов
цессия
цедент
цессионарий
вексель простой (соло вексель)

безбланковые выпуски акций
акция
дивиденд
номинальная стоимость
курс акции
акции открытых акционерных обществ
акции закрытых акционерных обществ
именные акции
акции на предъявителя
обыкновенные акции
привилегированные акции
реквизиты бланков акций
облигации
процент
государственные облигации
муниципальные облигации
облигации предприятий
реквизиты бланков облигаций
рендит
дизажио
ажио
вексель переводный (тратта)
казначейские обязательства
обязательные реквизиты векселей
акцепт векселя
трассант
трассат
ремитент
аваль векселя
протест векселя
индоссамент
аллонж
производные ценные бумаги
опцион
держатель опциона
надписатель
опцион покупателя
опцион продавца
премия по опциону
варрант
фьючерс

НОРМАТИВНЫЕ ДОКУМЕНТЫ

1. "О разгосударствлении и приватизации". Закон Республики Узбекистан. Принят 19 ноября 1991 года.

2. "О ценных бумагах и фондовой бирже". Закон Республики Узбекистан. Принят 2 сентября 1993 года.

3. "Об акционерных обществах и защите прав акционеров". Закон Республики Узбекистан. Принят 26 апреля 1996 года.

4. "О залоге". Закон Республики Узбекистан. Принят 9 декабря 1992 года.

5. Гражданский кодекс Республики Узбекистан. - Ташкент: Адолат, 1996.

6. "О приоритетных направлениях дальнейшего развития процесса разгосударствления и приватизации в Республике Узбекистан". Указ Президента Республики Узбекистан от 15 марта 1994 г.

7. "О мерах по реализации облигаций Узбекского республиканского 12-процентного внутреннего выигрышного займа 1992 г.". Постановление Кабинета Министров Республики Узбекистан от 15 июня 1992 г.

8. "О выпуске государственных краткосрочных облигаций Республики Узбекистан". Постановление Кабинета Министров Республики Узбекистан № 119 от 26 марта 1996 г.

9. "Временный порядок выпуска и обращения векселей предприятий и организаций". Утвержден Центральным банком Республики Узбекистан. Согласован с Министерством финансов Республики Узбекистан. Зарегистрирован Министерством юстиции Республики Узбекистан за № 149 31 мая 1995 г.

10. "Порядок выпуска, регистрации и обращения депозитных сертифика-

тов банков. Циркуляр Центрального банка № 103 от 24 декабря 1994 г.

11. "Положение о выпуске депозитных сертификатов Центрального банка Республики Узбекистан". Циркуляр Центрального банка Республики Узбекистан № 624 от 9 февраля 1998 г.

12. "О регулировании вексельного обращения и погашении векселей". Письмо Министерства финансов Республики Узбекистан № 25-06-161 от 25 марта 1996 г.

13. "О проведении операций с государственными краткосрочными облигациями". Приказ Центрального банка Республики Узбекистан № 22 от 26 марта 1996 г.

14. "Положение о порядке выпуска и обращения производных ценных бумаг". Утверждено Госкомимуществом Республики Узбекистан и зарегистрировано Министерством юстиции Республики Узбекистан за № 320 от 2 апреля 1997 г.

ЛИТЕРАТУРА

1. Алексеев М.Ю. Государственные ценные бумаги и практика их размещения в США. // Деньги и кредит, 1992. - № 6.

2. Русско-английский толковый словарь международных, валютных, финансовых, биржевых терминов и понятий. - М.: Центр "Партнер", 1991.

3. Сахарова М.О. Формы кредита при социализме. - М.: МФИ, 1989.

4. Сенкевич Д.А. Государственные денежные знаки РСФСР и СССР 1922-1961 г.г. - М: Каталог СП "Межнумизматика", 1989.

5. Хикс Д. Стоимость и капитал - М.: Прогресс, 1988.

6. Федоров Б.Г. Ценные бумаги (практические аспекты). // Деньги и кредит, 1989 - № 6.

7. Фельдман А.А. Вексельное обращение - М: Инфра-М, 1995.

8. Чжен В.А., Бутиков И.Л. "Все об акциях". - Ташкент: - 1995.

9. Информационный бюллетень Центра по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг и Агентства "Консаудитинформ" за 1996, 1997, 1998, 1999 г.г.

10. Информационный бюллетень "Обзор финансового рынка Узбекистана" за 1996, 1997, 1998, 1999 г.г.

РАЗДЕЛ II. РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ

ГЛАВА 8. ПОНЯТИЕ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

Экономический прогресс XX века полностью подтвердил, что только рыночная экономика способна обеспечить высокую степень показателей эффективности в народном хозяйстве. Эффективность рыночного механизма во многом зависит от того, насколько полно экономика охвачена товарно-денежными отношениями. Это означает необходимость формирования наряду с товарными рынками рынка финансового и, в частности, рынка ценных бумаг. Рыночная экономика не может существовать без развитого оборота ценных бумаг. ***Рынок ценных бумаг - это система отношений физических и юридических лиц, связанных с выпуском, обращением и погашением ценных бумаг.*** Любое рыночное пространство можно разделить на два полюса (см. рис.). На одном из них находятся поставщики капитала - юридические и физические лица, государство, имеющие временно свободные денежные и иные средства, желающие сохранить и приумножить их. На другом - субъекты рынка, нуждающиеся в изначальном или дополнительном капитале, необходимом, чтобы начать новое производство, осуществлять работы, услуги или модернизацию, расширение, реконструкцию действующих мощностей. В качестве потребителей капитала могут также выступать предприятия, организации, население, а также государство.

В целях привлечения средств потребители капитала выпускают в обращение ценные бумаги, получая в результате их реализации средства для осуществления процесса производства (торговли, финансовой деятельности и т.п.). Отношения между потребителями (эмитентами) и поставщиками капитала (инвесторами) осуществляются на условиях возвратности, платности или передачи прав владения собственностью.

Однако для того, чтобы эмитенты и инвесторы "нашли" друг друга необходима достаточно сложная институциональная система вспомогательных субъектов, так называемая инфраструктура, обеспечивающая рациональное взаимодействие эмитентов, инвесторов, а также организаций и индивидуальных предпринимателей, играющих хотя и вспомогательную, но очень важную роль в этом процессе.

Институциональная инфраструктура рынка ценных бумаг подразделяется на общую и специальную. К организациям, представляющим *общую инфраструктуру,* относятся институты, которые при осуществлении операций с ценными бумагами выполняют общие вспомогательные функции, без которых деятельность участников

Потребители капитала (эмитенты)
Административно-территориальные органы власти (хокимияты)
Государство
Предприятия и организации
Эмиссия (выпуск в обращение) ценных бумаг
Система рынка ценных бумаг Узбекистана
Органы государственного управления фондовым рынком
Центральный банк Республики Узбекистан
Центр по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг при Госкомимуществе РУз
Министерство финансов Республики Узбекистан
Институты общей инфраструктуры рынка ценных бумаг
Юридические, адвокатские конторы
Аудиторские организации
Коммерческие банки
Страховые компании
Нотариальные конторы
Информационные агентства, издательства
Биржевой рынок
Фондовый отдел республиканской валютной биржи
Институты организованного внебиржевого рынка
"Элис-Сако"
Биржевой рынок
Республиканская фондовая биржа "Ташкент"
Внебиржевой рынок ценных бумаг
Институты специальной инфраструктуры рынка ценных бумаг
Инвестиционные посредники (брокеры-дилеры)
Инвестиционные консультанты
Инвестиционные фонды (ИФы, ПИФы)
Управляющие компании
Расчетно-клиринговые организации
Инвестиционные компании
Регистраторы
Депозитарии
Номинальные держатели ценных бумаг
Государство
Предприятия и организации
Население
Поставщики капитала (инвесторы)

рынка ценных бумаг была бы просто невозможна либо затруднена. К ним относятся информационные агентства, издательства, газеты и журналы (пресса), теле- и радиокомпании, коммерческие банки, аудиторские организации, нотариальные, юридические и адвокатские конторы, страховые компании. Для выполнения функций, помогающих обслуживать сделки с ценными бумагами, они могут обходиться без специальных лицензий, разрешающих профессиональную деятельность на рынке ценных бумаг. В то же время такие организации должны иметь лицензии на осуществление специальных видов деятельности органов государственного управления, в частности Центрального банка (коммерческие банки), Министерства финансов (аудиторские и страховые компании), Министерства юстиции (юридические, адвокатские и нотариальные конторы), Госкомпечати (издательства, газеты, журналы). Деятельность этих субъектов в данном случае сводится к кредитно-расчетному обслуживанию участников рынка ценных бумаг, подтверждению достоверности и соответствия учета и финансовой отчетности эмитентов общеустановленным нормам, заверению договоров купли-продажи, мены, дарения, страхованию сделок с ценными бумагами, информированию инвесторов и лиц, занимающихся профессиональной деятельностью с фондовыми ценностями, о ситуации на рынке и т.п.

Специальную инфраструктуру представляют инвестиционные институты и организации, осуществляющие биржевую деятельность на рынке ценных бумаг (фондовые биржи, фондовые отделы товарно-сырьевых, валютных и прочих бирж).

К инвестиционным институтам относятся инвестиционные посредники (брокеры-дилеры), инвестиционные консультанты, инвестиционные фонды, инвестиционные компании, управляющие компании, держатели реестров владельцев ценных бумаг, депозитарии, расчетно-клиринговые палаты, номинальные держатели ценных бумаг. Каждая из перечисленных организаций должна выполнять строго обособленный вид деятельности на рынке ценных бумаг, хотя допускается и совмещение отдельных видов деятельности.

Институты специальной инфраструктуры в обязательном порядке должны иметь лицензии на биржевую деятельность на рынке ценных бумаг либо осуществление операций в качестве инвестиционного института от государственного органа, отвечающего за состояние фондового рынка страны.

Сделки по купле-продаже ценных бумаг осуществляются на фондовых биржах и на внебиржевом рынке.

На биржах продаются и покупаются определенные фондовые ценности, непосредственно не выносимые на рынок, имеющие четкие

качественные и количественные характеристики, подтверждаемые документами, и цены, которые официально устанавливаются на основе спроса и предложения. На биржу имеют доступ не все желающие участвовать в торговле, а только профессиональные участники, являющиеся ее членами. Биржевая торговля ценными бумагами ведется на основе специально разработанных каждой биржей правил, предполагающих строгое соблюдение законодательства на рынке ценных бумаг, создание равных условий для всех участников биржевых торгов, опубликование достоверных и полных данных о ценных бумагах, допущенных к биржевой торговле, раскрытие информации о заключаемых сделках и т.п. На бирже осуществляется торговля не просто ценными бумагами, а только такими, которые отвечают особым требованиям. Традиционно фондовая биржа - это рынок лучших ценных бумаг.

В странах с развитой рыночной экономикой на фондовые биржи попадают акции незначительного количества эмитентов - только тех, финансово-хозяйственное положение которых весьма устойчиво. Например, в США на знаменитой Нью-Йоркской фондовой бирже котируются акции только немногим более двух тысяч компаний. В то же время количество зарегистрировавших эмиссию ценных бумаг организаций в этой стране исчисляется сотнями тысяч. Подавляющая часть ценных бумаг покупается и продается (обращается) на так называемых внебиржевых рынках. Именно на этих рынках обращаются акции и другие ценные бумаги эмитентов, чье финансово-хозяйственное положение не может выдержать процедуры отбора по биржевым критериям. Ценные бумаги одного эмитента могут обращаться одновременно и на фондовой бирже, и вне ее.

Торговля ценными бумагами как на биржевом, так и на внебиржевом рынке осуществляется на основе принципов, выработанных самими участниками этого рынка и закрепленных в законодательном порядке. К таким принципам относятся:

- добровольность заключаемых сделок;
- установление цен на основе реально складывающихся спроса и предложения;
- строгое соблюдение законодательства в области рынка ценных бумаг;
- обязательное раскрытие информации о ценных бумагах, их эмитентах, ценах, биржевых и внебиржевых сделках;
- защита прав и интересов инвесторов;
- запрещение и преследование мошенничества и манипуляций.

Всякий рынок может быть хаотичным, неуправляемым и регули-

руемым, управляемым. История развития рынков ценных бумаг различных стран знает разные уровни и степени управляемости. Управляемость может иметь место на уровне саморегулируемой организации, осуществляющей деятельность по созданию благоприятных условий участникам торговли фондовыми ценностями (например, фондовой биржи или ассоциации профессиональных участников рынка ценных бумаг). Она может осуществляться на уровне отраслевом и административно-территориальном. Однако наибольшую значимость имеет государственное регулирование рынка ценных бумаг, имеющее для данной страны всеобщий характер.

Стихийность и неорганизованность на рынке ценных бумаг, как, впрочем, и на любом рынке, может очень дорого обойтись и его участникам, и государству - от потери мелкими держателями ценных бумаг своих накоплений до биржевого краха с неизбежными экономическими потрясениями. Снижение вероятности этих негативных процессов до минимума, создание наилучших условий для постоянного оборота ценных бумаг, перехода их из рук в руки - это основные задачи, которые постоянно решаются в процессе организации и регулирования фондового рынка.

В советской экономической литературе при рассмотрении различных экономических инструментов, их влияния на экономику традиционно большое внимание уделялось фондовой бирже. Рассматривалась только фондовая биржа в отрыве от рынка ценных бумаг в целом. Роль фондовой биржи как главного института рынка ценных бумаг трактовалась весьма однобоко и связывалась, как правило, с обогащением в периоды кризисов крупных капиталистов за счет средних и мелких, а также с негативными последствиями для экономики в целом. Между тем такая точка зрения не вполне правомерна, поскольку фондовая биржа является только одним (хотя и значительным) из элементов системы, называемой рынком ценных бумаг.

Следует отметить, что рынок ценных бумаг может оказывать различное влияние на экономику того или иного государства. При правильной его организации и умелом государственном регулировании воздействие фондового рынка на народное хозяйство позитивно.

✓ **Роль рынка ценных бумаг**

Роль рынка ценных бумаг в развивающемся государстве можно рассматривать в двух аспектах. С одной стороны - в части его влияния на эффективность функционирования экономики, а с другой - в плане воздействия его на социальную сферу.

Прежде всего, с помощью рынка ценных бумаг обеспечивается мобилизация свободных денежных и иных средств населения, предприятий и организаций, государства и направление (размещение)

их в различные сферы национальной экономики. В результате этого потребители капитала получают доступ к источникам финансирования, а инвесторы получают возможность стать собственниками, сохранить и приумножить свои средства.

Кроме того фондовый рынок выявляет сложившиеся под воздействием спроса и предложения рыночные цены на ценные бумаги. Если на рынке ценных бумаг курсы колеблются, то это вовсе не означает, что там творят свои темные дела спекулянты и игроки. Изменения курса ценных бумаг вытекают из непрерывного вовлечения все новой информации в последнюю оценку перспектив доходности предприятия. Многообразные прогнозы вполне могут изменяться и в течение короткого срока. Оценка ценных бумаг в решающей степени зависит от своевременной публикации предприятиями точной информации об их деятельности.

Фондовый рынок можно справедливо назвать барометром состояния общества в целом, поскольку он очень чутко реагирует на движение экономического цикла и изменение не только процессов в экономике, но и политической обстановки. В периоды депрессии, кризисов, в том числе и политических, индексы курсов ценных бумаг падают. В периоды оживления и подъема они возрастают.

Рынок ценных бумаг способствует ускорению концентрации и централизации капитала. Он облегчает перелив финансовых средств, необходимых для финансирования инвестиций из одних предприятий или отраслей экономики в другие. Опыт зарубежных стран свидетельствует о том, что с помощью оборота ценных бумаг можно осуществить более полное и быстрое перемещение сбережений и накоплений в инвестиции по цене, которая устраивала бы обе стороны. Ценные бумаги выпускаются прежде всего с целью мобилизации и более рационального использования финансовых ресурсов предприятий и сбережений населения. Их практическая целесообразность в этом отношении очевидна. Даже небольшой опыт, накопленный в нашей стране, свидетельствует об активном привлечении средств различных предприятий, организаций и личных сбережений населения для технического перевооружения, создания новых или расширения действующих производств.

Рынок ценных бумаг содействует ломке межотраслевых и межведомственных перегородок, тем самым процесс обобществления производства выводится на качественно новый уровень. Его основой становятся не командно-волевые действия, а реальные экономические интересы субъектов производственных отношений. Международный опыт показывает, что с помощью регулярно действующего рынка ценных бумаг можно гибко перераспределять средства между отрас-

лями, концентрировать их на наиболее перспективных направлениях научно-технического прогресса, то есть способствовать ускорению и оптимизации структурных сдвигов в народном хозяйстве.

Благодаря рынку ценных бумаг обеспечивается наиболее эффективное движение и использование капитала, а также самофинансирование хозяйств. Если при централизованной системе распределения финансовых ресурсов для "выбивания" средств на реконструкцию или техническое перевооружение предприятия нужно было потратить не менее года, то в условиях развитого рынка ценных бумаг это можно сделать в течение одного-двух месяцев, выпустив на рынок ценные бумаги своего предприятия, с условием, что затем из полученной прибыли оно рассчитается с их покупателями. При таком условии руководители предприятий не потратят деньги как попало, а будут стремиться использовать их с наибольшей отдачей.

С помощью рынка ценных бумаг конкретные формы капитала (промышленного, торгового, банковского) приобретают большую мобильность, что позволяет быстро концентрировать необходимые средства (в том числе и личные сбережения) для решения тех или иных задач. Систематический оборот ценных бумаг стимулирует коренное обновление финансовой системы страны. С помощью рынка укрепляются связи между основными экономическими операторами - производственными предприятиями, производителями услуг, коммерческими банками, биржами и населением.

В условиях развития различных инструментов фондового рынка (например, государственных ценных бумаг) возникает возможность покрывать непроизводительные расходы государственного бюджета, решать проблемы сокращения избыточной массы денег в обращении. При покупке населением акций, облигаций и других ценных бумаг за наличные сокращается количество денежных знаков в обращении, что благотворно сказывается на состоянии денежного обращения.

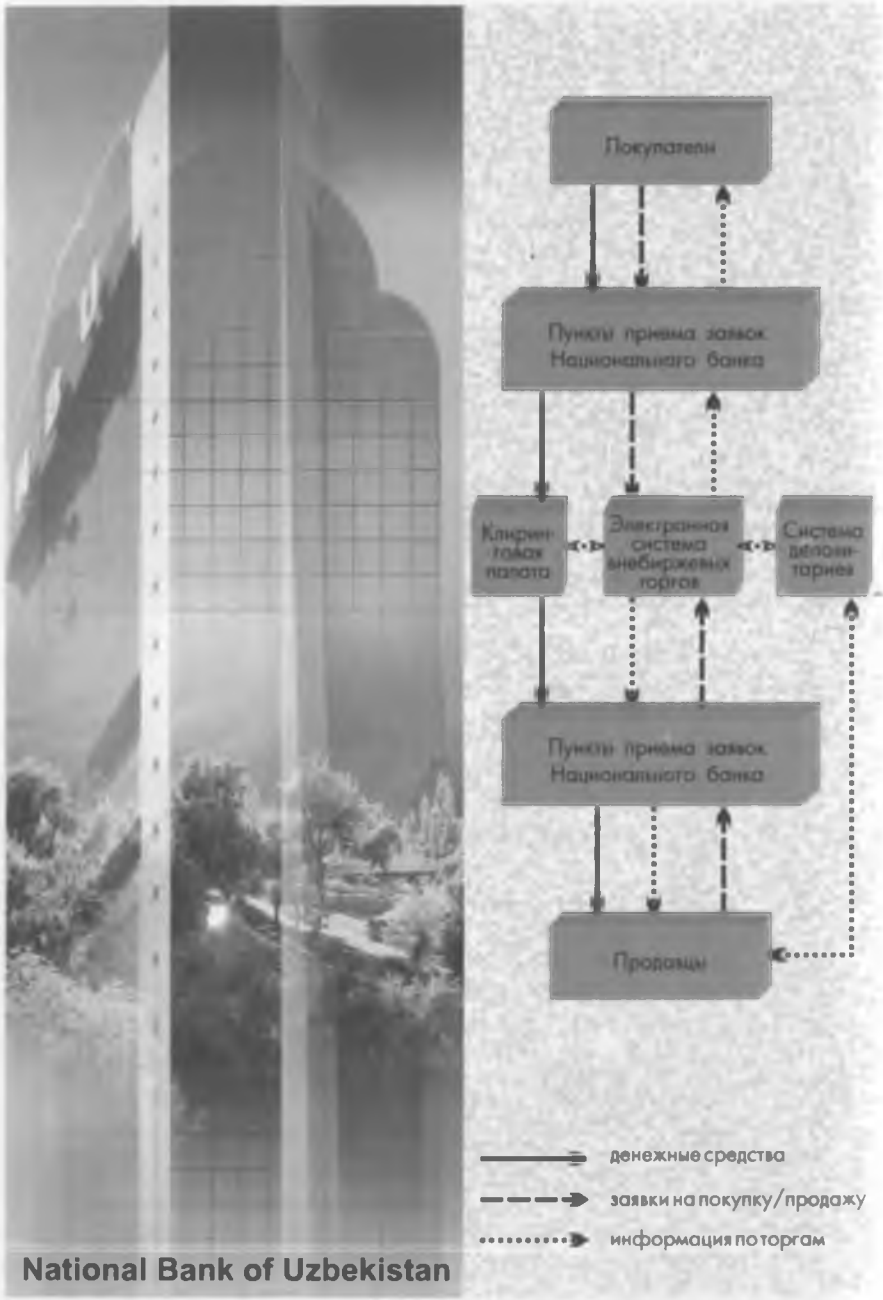
Все более широкое распространение акций и облигаций делает фондовый рынок важным инструментом изучения конъюнктуры. Фондовый рынок помогает осуществить рыночное сопоставление разных предприятий, отраслей, сфер хозяйства, а в условиях растущей интернационализации - и национальных экономик различных стран.

Помимо того, что с помощью рынка ценных бумаг можно заставить деньги больше "работать" и повысить тем самым эффективность всего народного хозяйства, он позволяет решать важные социальные проблемы общества. Владение ценными бумагами и участие в торговле ими увеличивают доходы населения, способствуют повышению его материального благосостояния, а также активизируют человека - главную движущую силу общества. Фондовый рынок содействует формированию класса собственников. Каждый владелец ценной бумаги



Государственный Центральный депозитарий ценных бумаг РУз.
Компьютерные хранилища безналичных ценных бумаг (сверху)
и хранилище наличных ценных бумаг (снизу)





Взаимодействие участников электронной системы внебиржевых торгов ценными бумагами в рамках программного продукта **Национального банка ВЭД РУз** «Замонавий мулкдор»

может стать совладельцем предприятия. Усиливаются демократические начала в управлении производством. Повышается заинтересованность работников-акционеров в своей работе. Таким образом, фондовый рынок - одно из важнейших средств преодоления отчуждения человека от средств производства и результатов его труда.

ГЛАВА 9. РАЗНОВИДНОСТИ РЫНКОВ ЦЕННЫХ БУМАГ

Рынок ценных бумаг - категория многосложная. С целью более углубленного познания фондового рынка важно всестороннее его рассмотрение через призму классификатора. Рассмотрим основные разновидности рынков ценных бумаг, имеющие место как в странах с развитой рыночной экономикой, так и в Узбекистане.

✓ **Первичный и вторичный рынки ценных бумаг**

Важное значение для теории и практики имеет подразделение фондового рынка на первичный и вторичный.

Первичный рынок ценных бумаг - это рынок, где осуществляются эмиссия и первичное размещение ценных бумаг, то есть продажа ценных бумаг эмитентом или его представителем первому инвестору. Повторный выпуск ценных бумаг эмитентом (с целью, например, увеличения уставного фонда) или вторичная эмиссия также относится к сфере первичного рынка. Важнейшей характеристикой первичного рынка является раскрытие информации эмитентами, начиная с публикации проспекта эмиссии или сведений о выпуске ценных бумаг в обращение, где указываются полные данные об эмитенте, и заканчивая отчетом о размещении ценных бумаг, представляемым специальным государственным органам, осуществляющим контрольные функции в области фондового рынка. При этом первичная реализация ценных бумаг может быть осуществлена в форме публичного предложения приобретения ценных бумаг (для любого потенциального инвестора) с раскрытием в средствах массовой информации сведений об эмитенте, и в форме закрытой подписки - размещения ценных бумаг среди ограниченного круга лиц с информированием только соответствующего органа государственного управления.

Вторичный рынок ценных бумаг - это рынок, где происходит купля-продажа (обращение) ранее выпущенных и уже, хотя бы однажды, купленных ценных бумаг. Именно по степени развития вторичного рынка ценных бумаг можно судить об уровне развития рынка ценных бумаг в данной стране в целом. Одним из основных показателей вторичного рынка является его ликвидность, то есть способность обеспечить высокую оборачиваемость значительной части ценных бумаг в определенный промежуток времени при небольших колебаниях рыночных цен.

Соотношение между первичным и вторичным рынками зависит от развитости экономических отношений, сформированности фондового рынка, его "возраста", а также структуры находящихся в обращении различных видов ценных бумаг. Например, в развитых капиталистических странах, где экономика относительно стабильна, а история рынка ценных бумаг исчисляется несколькими столетиями, практически по всем видам ценных бумаг вторичная торговля является преобладающей. Оборот ценных бумаг первичного рынка составляет в этих странах 5-10 % от общего оборота по ценным бумагам. На фондовых биржах большинства развитых стран, как правило, исключено первичное размещение ценных бумаг, поэтому там котируются ценные бумаги, имеющие солидный срок обращения.

Для стран, где процессы создания рыночных отношений сопровождаются массовой приватизацией, и которые только начинают создавать свои фондовые рынки, первичные рынки ценных бумаг на начальных этапах реформ являются основополагающими. В Узбекистане в середине 90-х годов также наблюдалось преобладание первичного рынка над вторичным, но уже к концу столетия это соотношение по совокупности (за исключением рынков корпоративных акций и депозитных сертификатов банков) стало меняться в сторону вторичного рынка. В 1995 г. в республике мощное развитие получил вторичный рынок банковских и коммерческих векселей, а с 1996 г. - вторичный рынок государственных краткосрочных облигаций (ГКО). С 1997 года обозначилась тенденция значительного роста удельного веса вторичного рынка акций.

✓ **Организованный и неорганизованный рынки ценных бумаг**

Организованный рынок ценных бумаг - сфера обращения ценных бумаг, в которой операции с ценными бумагами урегулированы процедурой и условиями, установленными организатором торговли ценными бумагами для участников этих сделок.

Неорганизованный рынок ценных бумаг - сфера обращения ценных бумаг, в которой операции с ценными бумагами осуществляются без соблюдения требований организаторов торговли к предмету сделки и ее участникам.

Неорганизованный рынок ценных бумаг - это такой рынок, где правила заключения сделок, требования к ценным бумагам и участникам не установлены, торговля осуществляется произвольно при частном контакте продавца и покупателя. На этих рынках системы распространения информации о совершенных сделках отсутствуют. Кроме того, сделки совершаются без использования каких-либо механизмов защиты и страхования участников (например предварительное блокирование ценных бумаг на специальных счетах продавцами, предварительное перечисление части денежных средств покупателями цен-

ных бумаг и т.п.), какие обычно имеют место при организованной торговле. В то же время сделки оформляются специальными регистраторами в общеустановленном законом порядке. Хотя этот рынок и называют "уличным" или "стихийным", он не является абсолютно хаотичным и беспорядочным, поскольку в случае обнаружения мошенничества со стороны какого-либо контрагента сделки регулирующий государственный орган будет осуществлять расследование. На таком рынке могут продаваться и качественные ценные бумаги, и доходные ценные бумаги, по которым можно либо получить большие дивиденды, либо потерять все вложенные средства, и так называемые мусорные акции, чьи эмитенты находятся в сложном финансовом положении или на грани банкротства. В нашей стране на неорганизованном рынке могут продаваться и покупаться акции как вновь созданных, так и приватизируемых предприятий, при первичной и вторичной эмиссиях, банковские и коммерческие векселя. В Узбекистане примером таких рынков может служить первичная продажа акций ПИФов, осуществляемая непосредственно самими ПИФами либо через отделения Народного банка.

✓ **Биржевой и внебиржевой рынки ценных бумаг**

Биржевой рынок ценных бумаг - это сфера организованной торговли ценными бумагами в рамках фондовой биржи. Последняя представляет собой особый институт, обеспечивающий условия для торговли ценными бумагами, которая ведется по специальным правилам исключительно профессиональными участниками рынка ценных бумаг. К биржевым торгам допускаются ценные бумаги только тех эмитентов, которые определенный промежуток времени имеют стабильное финансово-хозяйственное положение, значительный уставный капитал и величину активов, а также отвечают некоторым другим критериям, установленным самой биржей. В Узбекистане биржевой рынок ценных бумаг представлен двумя институтами - Республиканской фондовой биржей "Тошкент" с ее 13-ю подразделениями в областях и Республике Каракалпакстан, где сосредоточена торговля корпоративными ценными бумагами (преимущественно акциями), и фондовым отделом Республиканской валютной биржи, который специализируется на торговле государственными краткосрочными облигациями. Особенностью узбекистанского биржевого рынка акций является то, что в значительной части его формируют сделки по первичной реализации ценных бумаг акционерных обществ, созданных в результате приватизации государственных предприятий. Более подробно о деятельности фондовых бирж будет сказано в разделе VI.

Внебиржевой рынок ценных бумаг - это сфера торговли ценными бумагами вне фондовой биржи. Внебиржевой рынок включает в себя *неорганизованный* рынок (о котором было сказано выше) и часть

*организованного. **Организованный внебиржевой рынок ценных бумаг - это торговля ценными бумагами по правилам, установленным организатором внебиржевой торговли, обычно с использованием специальных компьютерных систем и допуском к торгам ценных бумаг как крупных, так и средних и небольших компаний.***

В качестве примеров организованных внебиржевых рынков можно привести Систему Национальной ассоциации инвестиционных дилеров (США) NASDAQ ("National Association of Securities Dealers Automated Quotations"- Система автоматической котировки Национальной ассоциации инвестиционных дилеров), Систему автоматической котировки и дилинга при Сингапурской фондовой бирже SESDAQ (Singapore Stock Exchange Dealing and Automated Quotation System), германскую систему "XETRA". В Узбекистане внебиржевой организованный рынок ценных бумаг представлен Электронной системой внебиржевых торгов "Элсис-Савдо", введенной в действие 1 июня 1998 года, которая функционирует по принципу накопления и исполнения поступивших заявок на приобретение и продажу ценных бумаг. На торгах устанавливается единая цена на акции того или иного эмитента, обеспечивающая максимальный объем сделок с ценными бумагами, следовательно, цены покупки и продажи на акции будут равны для всех покупателей в течение одной торговой сделки. Электронная система внебиржевых торгов позволяет любому гражданину Узбекистана, минуя брокера, самостоятельно работать на фондовом рынке. Компьютерные торговые комплексы подобных систем функционируют в автоматических режимах поиска позиции в соответствии с заданными параметрами (количество, цена, условия поставки и др.). Организованные внебиржевые рынки также имеют свои критерии допуска ценных бумаг, отбора участников, особые правила торговли. Появившись в начале 70-х годов, организованные внебиржевые рынки получили мощное развитие и сегодня составляют серьезную конкуренцию фондовым биржам. В ряде стран оборот таких рынков уже значительно превышает обороты фондовых бирж.

В 80-е годы практически во всех странах с рыночной экономикой начали появляться так называемые ***прибиржевые рынки ценных бумаг, представляющие собой нечто среднее между фондовыми биржами - как рынками лучших ценных бумаг - и внебиржевыми организованными рынками, где сосредоточен оборот менее качественных ценных бумаг.*** Эти рынки возникли в результате конкуренции между биржевыми и организованными внебиржевыми рынками, как реакция фондовых бирж на всевозрастающее влияние упорядоченных внебиржевых систем фондовой торговли. Они функционируют в виде "вторых", "третьих" рынков (Англия, Франция, Италия, Герма-

ния), "второй секции фондовых бирж" (Япония), "параллельного рынка" (Швеция, Голландия) и т.п. Таким образом, фондовые биржи, стремясь не потерять "клиентов" и расширить свою деятельность, создают при себе системы торговли с более низкими требованиями к качеству ценных бумаг, привязывая к себе торговлю ценными бумагами средних и небольших предприятий. В Узбекистане, например, прибиржевой рынок ценных бумаг представлен наличием в соответствии с Правилами осуществления операций с ценными бумагами на Республиканской фондовой бирже "Тошкент" секций ценных бумаг предлистинговых, внелистинговых компаний, а также секции акций приватизируемых предприятий. Ввиду того, что процедура листинга на РФБ "Тошкент" предусматривает весьма жесткие критерии отбора компаний, и к числу листинговых относятся всего несколько акционерных обществ, большую часть сделок, осуществляемых в торговом зале РФБ "Тошкент", можно отнести к прибиржевому рынку.

✓**Региональные, национальные и международные рынки ценных бумаг**

В странах, занимающих относительно большие территории, как правило, складываются *региональные* или *локальные* рынки ценных бумаг. В Узбекистане, например, локальные (местные) рынки ценных бумаг сформировались по принципу отнесения торговли ценными бумагами к административно-территориальным образованиям, которые представлены Республикой Каракалпакстан, г.Ташкентом и 12-ю областями. В каждом из этих регионов имеются регулятивные органы (отделы Центра по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг, Центрального банка, Министерства финансов), подразделения фондовых бирж, институты общей и специальной инфраструктуры рынка ценных бумаг. Несмотря на единые принципы организации, региональные рынки отличаются друг от друга уровнем развития экономики в целом, отраслевой принадлежностью эмитентов, количественными и качественными характеристиками эмитентов и потенциальных инвесторов, развитостью инфраструктуры, активностью профессиональных участников и, следовательно, объемами операций с ценными бумагами[1] Естественно, что владельцами ценных бумаг, выпускаемых на территории, например, Сурхандарьинской области, будут являться в основном местные организации и граждане. Таким образом, на региональных рынках имеет место относительно замкнутый оборот по поставке и потреблению денежных капиталов хозяйствами и населением внутри области. В этой связи можно говорить о сложившихся

[1] См. Информационные бюллетени Центра по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг и Агентства "Консаудитинформ" и ежеквартальные "Обзоры финансового рынка Узбекистана"

рынках ценных бумаг регионов, например, города Ташкента, Андижанской области, Республики Каракалпакстан и т. д., отличающихся между собой по вышеуказанным характеристикам. Однако всегда следует помнить, что эти рынки тесно связаны между собой, регулируются и управляются из единого центра, и имеют общую для всех законодательную основу и составляют единый фондовый рынок Узбекистана.

Под национальным рынком ценных бумаг понимается сфера торговли фондовыми ценностями в рамках государства. Эти рынки охватывают торговлю ценными бумагами резидентов между собой (ценными бумагами, выпущенными как резидентами, так и нерезидентами[1]). Национальные рынки ценных бумаг различных стран имеют отличительные особенности и одновременно общие черты. Например, рынки США и Германии отличаются друг от друга принципиально различными подходами в управлении и регулировании, возможностями допуска на рынок банковских учреждений, количеством финансовых инструментов, объемом совершаемых операций и т.п. В то же время теория и практика функционирования фондовых рынков в этих странах содержат достаточно много сходных позиций, - таких, как обязательная регистрация выпусков ценных бумаг, контроль за эмитентами, обязательное лицензирование и надзор за деятельностью профессиональных участников, защита прав и интересов инвесторов. Национальные рынки ценных бумаг базируются на едином, действующем на всей территории страны законодательстве. Для них характерны свои собственные модели, системы, концепции развития. Их составляющими являются региональные фондовые рынки. Важной характеристикой национального рынка ценных бумаг служит степень его интеграции в международный рынок капиталов.

Международный рынок ценных бумаг - сфера торговли ценными бумагами в мировом масштабе (операции по купле-продаже ценных бумаг между нерезидентами). Возможность такой торговли обусловлена, во-

[1] В соответствии с Законом Республики Узбекистан "О валютном регулировании" резиденты - это "... физические лица, имеющие постоянное местожительство в Республике Узбекистан, в том числе временно находящиеся за пределами Республики Узбекистан;

юридические лица, созданные и зарегистрированные в соответствии с законодательством Республики Узбекистан, с местонахождением в Республике Узбекистан, в том числе предприятия с участием иностранных инвестиций;

дипломатические, торговые и иные официальные представительства Республики Узбекистан за границей, пользующиеся иммунитетом и дипломатическими привилегиями, а также иные представительства предприятий и организаций Республики Узбекистан за границей, не осуществляющие хозяйственную или иную коммерческую деятельность".

Нерезиденты - это "физические лица, имеющие постоянное местожительство за границей, в том числе временно находящиеся в Республике Узбекистан;

юридические лица, созданные и действующие в соответствии с законодательством иностранных государств, с местонахождением за пределами Республики Узбекистан, в том числе с участием предприятий и организаций Республики Узбекистан;

находящиеся в Республике Узбекистан иностранные дипломатические, торговые и иные официальные представительства, международные организации и их филиалы, пользующиеся иммунитетом и дипломатическими привилегиями, а также представительства иных организаций и фирм, не осуществляющие хозяйственную или иную коммерческую деятельность."

первых, наличием межправительственных (двусторонних или многосторонних) соглашений в этой области, во-вторых, наличием единых правил осуществления операций с ценными бумагами (заключения и регистрации сделок, сверки параметров сделки, клиринга, денежных расчетов, передачи ценных бумаг). В результате международной торговли ценными бумагами происходит перелив капитала из страны в страну. При этом в качестве эмитентов и инвесторов, участников сделки как с одной, так и с другой стороны, могут быть юридические, физические лица, а также само государство. Примером международных рынков ценных бумаг может служить торговля еврооблигациями, евроакциями. Сделки по международным контрактам заключаются на фондовых биржах, где имеются специальные секции для торговли иностранными ценными бумагами, а также внебиржевом рынке. Крупнейшими центрами международной торговли ценными бумагами являются Нью-Йорк, Лондон, Токио, Франкфурт.

В общем объеме заимствованных на международном рынке капитала средств наибольшая часть приходится на облигации. По валютной структуре на международном облигационном рынке более 50% приходится на американский доллар и японскую иену.

Международный рынок ценных бумаг подразделяется на первичный и вторичный. На первичном рынке эмитент одной стороны размещает ценные бумаги в другой стране. Крупнейшими заемщиками по облигационным займам являются Япония, Англия, США. Для размещения займа выбирается ведущий менеджер. Создается группа гарантий выпуска и группа продажи облигаций, которые обеспечивают подписку и последующую продажу ценных бумаг своим клиентам-инвесторам. Размер комиссионных, включая продажу, гарантию размещения и агентскую комиссию организаторам для первоклассных заемщиков составляет от 1,5 до 2,5 процентов суммы всего займа.

На вторичном рынке осуществляется перепродажа ценных бумаг через специальные финансовые учреждения. Участниками сделок на вторичном международном рынке облигаций являются крупные страховые компании, коммерческие и центральные банки разных стран.

В Узбекистане разработан и утвержден правительством Поэтапный план интеграции рынка ценных бумаг республики в международный рынок капиталов, предусматривающий проведение конкретных мероприятий по выводу акций отечественных эмитентов на международные рынки ценных бумаг.

✓ **Рынки отдельных видов ценных бумаг**

В условиях достаточно развитого рынка фондовых ценностей можно говорить о вполне сложившихся рынках отдельных видов ценных бумаг - таких, как рынок акций, рынок облигаций, рынок депозит-

ных и сберегательных сертификатов, рынок векселей. Каждый из этих рынков является сегментом рынка ценных бумаг в целом и имеет свою специфику в отдельно взятой стране. Объем торговли акциями в мировом масштабе и в рамках отдельных стран характеризуется данными, приведенными ниже (см. таблицу).

ОБЪЕМ МИРОВОЙ ТОРГОВЛИ АКЦИЯМИ В 1989 - 1998 г.г.[1]

(в млн. долларов США)

Страны	1989	1995	1997	1998
Развивающиеся рынки, в том числе в некоторых отдельных странах:	**1169219**	**1042297**	**2666647**	**1956858**
Индия	17362	13738	53954	64498
Ю. Корея	121264	185197	170237	137859
Пакистан	193	3210	11478	9102
Литва	-	37	239	222
Россия	-	465	16362	6805
Латвия	-	-	84	86
Украина	-	-	-	54
Турция	798	51392	59105	68646
Китай	-	49774	369574	284766
Тайбэй (Китай)	965840	383099	1297474	884698
Развитые рынки, в том числе в некоторых отдельных странах:	**6998778**	**9176451**	**16818167**	**20917462**
Австралия	44786	98654	310869	407420
Канада	90120	183686	355585	372082
Франция	107286	364550	405523	572151
Германия	628630	573549	1029152	1390798
Италия	38926	86904	198235	475791
Япония	2800695	1231552	1251750	948522
Сингапур	13711	60461	63954	50735
Швеция	17420	93197	176172	203690
Англия	320268	510131	829131	1167382
США	2015544	5108591	10216074	13148480
Мировой рынок	**7467997**	**10218748**	**19484814**	**22874320**

Специфику фактически сложившихся рынков отдельных видов ценных бумаг в Узбекистане можно охарактеризовать следующим образом:

Рынок акций. Прежде всего это первичный рынок, на котором присутствуют около пяти тысяч эмитентов и сотни тысяч инвесторов - юридических и физических лиц. Эмитенты отличаются друг от друга своими размерами - от небольших предприятий, численностью 5-6 человек, с уставным капиталом до 500 тысяч сумов до

[1] Составлено по материалам Emerging Stock Market. Factbook 1999. 18-th Edition. International Finance Corporation. Washington, D.C. 20433. USA

крупнейших комбинатов с численностью работников в несколько десятков тысяч человек и уставным фондом до 70 млрд. сумов. Рынок акций связан в основном с операциями купли-продажи акций акционерных обществ, созданных на базе государственных предприятий. Это в основном внебиржевой рынок, поскольку процедуру листинга на фондовой бирже прошли лишь несколько компаний. Это рынок, на который допущены иностранные инвесторы (однако приобретение иностранными инвесторами акций носит случайный характер), которые проявляют к нему все больший интерес. Операции с акциями проводятся на всей территории Узбекистана; сделки заключаются как на внебиржевом рынке, так и прибиржевом рынке в г. Ташкенте, столице Республики Каракалпакстан и областных центрах. Рынок акций достаточно велик по объему и имеет относительно развитую институциональную инфраструктуру. Регулирование рынка акций осуществляется непосредственно Центром по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг при Госкомимуществе Республики Узбекистан. Это динамично развивающийся рынок.

Рынок государственных облигаций. Обороты по сделкам этого сегмента фондового рынка достигают нескольких десятков миллиардов сумов в год. Товар на этот рынок выпускает одно лицо - государство. Покупателей много - сотни тысяч. Это первичный и вторичный рынок. Исключительно биржевой. На нем могут участвовать только юридические лица - резиденты Республики Узбекистан. Операции проводятся только в одном месте - фондовом отделе Уз.РВБ. Инвесторы могут приобретать облигации на этом рынке только через дилеров, которыми, как правило, являются банки. Государство является гарантом погашения ценных бумаг, поэтому этот рынок является наиболее ликвидным. Рынок гособлигаций регулируется Министерством финансов, а размещение, обращение и погашение ценных бумаг осуществляется при поддержке Центрального банка. Большим его достоинством является наличие взаимосвязанных между собой торговой, депозитарной и расчетной систем, обслуживающих транзакции.

Рынок облигаций предприятий. Это сравнительно молодой рынок. Его объем невелик, поскольку лишь несколько эмитентов выпустили в обращение свои облигации. Вторичный рынок этих ценных бумаг пока не развит. На нем участвуют только резиденты Узбекистана. Облигации предприятий могут продаваться и покупаться как на внебиржевом рынке, так и на фондовых биржах.

Рынок депозитных и сберегательных сертификатов банков. Этот рынок характеризуется небольшими оборотами - около полумиллиарда сумов в год. Эмитенты ценных бумаг - коммерческие банки. Их

всего несколько. Инвесторы - юридические и физические лица. Их несколько тысяч. Вторичный рынок банковских сертификатов отсутствует. Государство на данном рынке участвует в качестве регулятора. Это рынок внебиржевой. Регулирование рынка депозитных и сберегательных сертификатов осуществляется Центральным банком.

Более подробные сведения об анализе ситуации на рынках отдельных видов ценных бумаг публикуются в ежеквартальном журнале "Обзор финансового рынка Узбекистана", а также в ежемесячном Информационном бюллетене "Рынок ценных бумаг".

Выше мы рассмотрели лишь укрупненное деление рынков на сегменты. Последние, в свою очередь, могут делиться на подсегменты и т.д. Например, рынок акций можно разделить на рынок обыкновенных и привилегированных акций, именных и на предъявителя, акций закрытых и открытых акционерных обществ, акций вновь созданных компаний и компаний, созданных на базе государственных предприятий в результате приватизации, и т.п.

В экономической литературе рассматриваются и другие классификации рынков, в частности:

- по срокам - рынки краткосрочных, среднесрочных, долгосрочных и бессрочных ценных бумаг;
- по участию в эмиссии государства - рынки государственных ценных бумаг и рынки ценных бумаг предприятий;
- по происхождению эмитентов - рынки ценных бумаг вновь созданных акционерных обществ и рынки ценных бумаг акционерных обществ, созданных на базе приватизированных государственных предприятий;
- по отраслевому, территориальному принципу и т.п.

В Узбекистане, например, в начале 90-х годов весь фондовый рынок представлял собой совокупность двух составляющих: рынка акций коммерческих банков и рынка акций вновь созданных многопрофильных акционерных обществ.

Рассмотрение отдельных сегментов рынка ценных бумаг не носит праздного либо просто академического характера. Создание полноценного рынка ценных бумаг, регулирование и контроль за ним с целью поддержания сбалансированности всех его составляющих возможно только при глубоком изучении особенностей теории и практики функционирования отдельно взятого финансового инструмента, его специфики и проявления в конкретных экономических условиях. Кроме того, из-за жесткой конкуренции деятельность относительно малых и средних инвестиционных институтов может быть успешной лишь при условии их узкой специализации на операциях с отдельными финансовыми инструментами.

ГЛАВА 10. ОПИСАНИЕ ТЕХНОЛОГИЙ ТОРГОВЛИ ЦЕННЫМИ БУМАГАМИ

При осуществлении купли-продажи фондовых ценностей могут применяться различные технологии торговли. Как правило, выбор технологии зависит от интенсивности операций с ценными бумагами на том или ином сегменте фондового рынка. В одной и той же стране на различных биржах или даже на различных торговых площадках одной и той же биржи могут использоваться различные технологии, развитие и постепенное усложнение которых обусловлено тенденцией роста биржевого и внебиржевого оборота по ценным бумагам и растущими требованиями ускорения их обслуживания биржевыми и внебиржевыми системами торгов. Рассмотрим наиболее часто встречающиеся из них.

Стихийная торговля (рынок) - произвольная торговля ценными бумагами без каких-либо определенных правил заключения сделок и требований к ценным бумагам и участникам. Такой тип торговли имел место на начальной стадии развития фондового рынка в странах СНГ и в Узбекистане.

Простой аукцион. При этом способе ведения торгов соревнуются только покупатели. Прямая конкуренция продавцов отсутствует. Перед началом торгов осуществляется сбор заявок на покупку и продажу и составляется список заявок (котировочный лист). Торги проводятся путем публичного последовательного оглашения списка предложений. По каждому конкретному предложению проводится открытое состязание покупателей путем назначения новых цен. Стартовую цену обычно назначает продавец. Окончательная цена - цена, публично предложенная покупателем, с которой не могут конкурировать претенденты. Простой аукцион был самым распространенным методом торговли ценными бумагами на всех биржах бывшего Союза. С 1991г. он был самым популярным способом торговли и в Узбекистане. До настоящего времени он применяется на РФБ "Тошкент" с использованием компьютерной системы. Такой метод проведения торгов ясен и понятен всем его участникам.

Голландский аукцион. При данном способе проведения торгов осуществляется предварительное накопление заявок покупателей, после чего они заочно рассматриваются эмитентом или посредником, работающим в его интересах. Устанавливается единая официальная цена, которая равна самой нижней цене (так называемая цена отсечения) в заявках на покупку, позволяющей продать весь выпуск (то есть сумма заявок по этой цене и выше покрывает весь выпуск). Все заявки на покупку, представленные по ценам выше официальных,

удовлетворяются по официальной цене. Существуют и другие варианты, когда заявки могут удовлетворяться по поданным ценам, или все заявки удовлетворяются по средневзвешенной цене (которая выше официальной цены отсечения). Таким образом раскупается весь выпуск. В Узбекистане такой способ используется при проведении аукционов по первичному размещению государственных краткосрочных облигаций (ГКО), причем механизм проведения аукциона следующий:

- сбор Республиканской валютной биржей заявок у покупателей;
- составление списка заявок и представление его Министерству финансов;
- заочное соревнование покупателей, осуществляемое Министерством финансов, и установление нижней границы цены (отсечение тех покупателей, чьи ценовые заявки оказывались ниже цены отсечения);
- удовлетворение заявок.

Двойные аукционы. Они делятся на онкольные рынки и непрерывные аукционные рынки.

Эти способы торговли используются на европейских фондовых биржах для организации двойного режима работы: до начала биржевых торгов и на момент их открытия производится накопление и удовлетворение заявок по системе онкольного рынка, а затем в действие вступает непрерывный аукцион.

Онкольные рынки. При таком способе ведения торгов происходит накопление заявок о покупке и предложении на продажу, которые потом распределяются по ценовым предложениям, последовательности поступления и количеству. В указаной очередности заявки удовлетворяются. Совпадающие заявки и предложения сравниваются. По установленным правилам определяется официальный курс - цена, по которой можно удовлетворить наибольшее количество заявок и предложений. Эти заявки удовлетворяются, после чего из оставшихся позиций формируется список нереализованных заявок и предложений.

Непрерывный аукцион. Такой способ ведения торгов применяется на европейских фондовых биржах с большими объемами торговли. На таких рынках имеет место непрерывный поток заявок на покупку и предложений о продаже, которые регистрируются специально уполномоченными на то лицами, сводящими между собой поручения продавцов и покупателей (например, на Нью-Йоркской фондовой бирже это "специалисты"). Вновь поступающие заявки сравниваются с зарегистрированными ранее, и если они совпадают, то удовлетворяются в порядке поступления, а при одновременности

последнего выполняются наибольшие по сумме поручения. Если поступившее поручение невозможно удовлетворить, то лицо, выступившее с ним, либо изменяет ценовые условия и снова предлагает его к выполнению, либо регистрирует его как неисполненное и ставит его в очередь неисполненных поручений. Механизм работы рынка настроен таким образом, что покупатель ценных бумаг, изменяя ценовые условия, двигается в сторону все более высоких цен, а продавец - в сторону все более низких, до тех пор, пока ценовые условия сделки не устроят обе стороны. Непрерывный аукцион возможен лишь при значительных объемах предложения ценных бумаг (хотя бы свыше 10000 лотов ежедневно).

Дилерские рынки. На этих рынках продавцы публично объявляют о ценах предложения и порядке доступа к местам покупки ценных бумаг. Те из покупателей, кто согласен с ценовыми предложениями и другими условиями инвестирования, заявляют о своих намерениях и приобретают ценные бумаги. Продавцы несут обязанность совершать сделки с любым лицом по ценам, которые они объявили. Прямой, открытой конкуренции между продавцами или между покупателями не происходит.

Дилерские рынки широко применяются при:

а) первичном размещении ценных бумаг;

б) тендерных предложениях (публичном предложении крупного инвестора о покупке ценных бумаг, например, акций по ценам выше среднерыночных с целью захватить контроль над эмитентом или провести иную масштабную финансовую операцию).

Дилерские рынки можно подразделить таким образом на:

- локализованный рынок - например, назначение нескольких локальных мест продаж за наличные;

- распределенный рынок - создание распределительной сети из рыночных мест, по категориям инвесторов, ценных бумаг, формам оплаты;

- продленный рынок - когда создается постоянное предложение различных видов ценных бумаг в филиальной сети коммерческого или сберегательного банка. Клиенты обращаются в эту сеть за другими услугами - по кредитованию, расчетам, однако часть из них, с высокой долей вероятности, приобретает и ценные бумаги.

Все виды технологий торговли ценными бумагами можно объединить в две большие группы: аукционная торговля, к которой относятся простой аукцион, голландский аукцион и двойной аукцион, и неаукционные рынки, включающие стихийную торговлю ценными бумагами и дилерский рынок.

ГЛАВА 11. УЧАСТНИКИ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

Участниками рынка ценных бумаг являются эмитенты, инвесторы, инвестиционные институты, а также их объединения (ассоциации), фондовые биржи (фондовые отделы бирж), уполномоченные государством органы по контролю за функционированием рынка ценных бумаг. Всех участников фондового рынка можно подразделить на профессиональных, непрофессиональных и органы государственного регулирования и контроля.

Эмитенты ценных бумаг - это юридические лица, государственные органы или органы местной администрации, выпускающие ценные бумаги и несущие от своего имени обязательства по ним перед владельцами ценных бумаг. В качестве эмитентов в Узбекистане могут выступать предприятия всех форм собственности, а также государство, местные органы власти. Выпуская ценные бумаги в обращение, эмитенты обязательно должны зарегистрировать их эмиссию в уполномоченном на это государственном органе. При регистрации выпуска ценных бумаг эмитенты уплачивают в республиканский бюджет сбор в размере 0,1 процента от номинальной стоимости эмиссии. Они имеют право распространять свои ценные бумаги самостоятельно либо через организации, которые специализируются на распространении ценных бумаг - андеррайтинговые и дистрибьютерские компании.

Эмиссия ценных бумаг осуществляется в двух формах:

а) открытого (публичного) размещения ценных бумаг среди потенциально неограниченного круга инвесторов - с объявлением в печати, проведением рекламной кампании и регистрацией проспекта эмиссии;

б) закрытого (частного) размещения среди заранее известного круга инвесторов - без публичного объявления, без проведения рекламной кампании, регистрации и публикации проспекта эмиссии.

Эмитенты в обязательном порядке должны зарегистрировать эмиссию ценных бумаг в государственном органе, осуществляющем регулирование фондового рынка. Эту регистрацию эмитенты обязаны осуществить сразу же после регистрации в соответствующих органах (Министерство юстиции, хокимияты) и приобретения ими статуса юридического лица.

Эмитенты или их доверенные лица, осуществляющие первичное размещение ценных бумаг, обязаны обеспечить каждому покупателю возможность ознакомления с условиями продажи и проспектом эмиссии до момента покупки этих ценных бумаг. Проспект эмиссии содержит данные о самом эмитенте, предлагаемых к продаже цен-

ных бумагах, процедуре и порядке их выпуска, другую информацию, которая может повлиять на решение о покупке этих ценных бумаг или об отказе от такой покупки.

Крупным эмитентом ценных бумаг является *государство*. Оно может выпускать в обращение облигации, казначейские обязательства. Государство выступает в качестве эмитента и тогда, когда эмиссию ценных бумаг осуществляют различные органы государственной власти и управления - такие, как Центральный банк, Министерство финансов. Законодательством не запрещен выпуск облигаций государственных предприятий. В этом случае эмитентом таких облигаций также будет считаться государство. Как уже отмечалось, государство по сравнению с другими эмитентами считается наиболее надежным. Оно, как правило, гарантирует погашение своих обязательств и выплату по своим ценным бумагам доходов всем достоянием страны либо как минимум дополнительной денежной эмиссией.

В то же время, государство использует эмиссию своих ценных бумаг как неинфляционный способ покрытия дефицита государственного бюджета, который позволяет за счет полученных таким образом заемных средств погасить образовавшуюся текущую задолженность в расходной части централизованного фонда государства. Однако при этом следует помнить, что такое заимствование средств у населения или предприятий лишь на время балансирует государственный бюджет, приводит к тому, что у государства образуется дополнительный долг в последующие периоды, который ему все равно придется погашать. Поэтому целесообразность выпуска государственных ценных бумаг, обоюдная выгода и для государства, и для инвесторов может иметь место лишь тогда, когда имеются серьезные предпосылки увеличения эффективности общественного производства, конкретные программы развития национальной экономики, рост национального дохода и т.д.

Вторым по значимости эмитентом являются *акционерные общества,* которые могут выпускать в обращение акции, облигации и векселя. Особенностью Узбекистана, как и других стран постсоветского пространства, является то, что подавляющая часть акционерных обществ создается на базе государственных предприятий в результате их преобразования. Создание акционерных обществ на базе государственных предприятий (акционирование) практически по всей территории СНГ и Балтии характеризуется тем, что при продаже акций, выпускаемых в результате такого преобразования, сами предприятия не получают каких-либо средств для своего развития - меняется лишь собственник, которым становятся негосударственные юридические лица и население. В подавляющем большинстве

случаев средства от реализации акций акционерных обществ, созданных на базе государственных предприятий, идут в централизованный фонд государства (бюджет) либо аккумулируются на специальных счетах соответствующих органов государственного управления (фондов) для дальнейшего распределения и перераспределения. В Узбекистане в отличие от других стран ближнего зарубежья предприятия, преобразуемые в акционерные общества, получили возможность использовать эти средства непосредственно для своего развития.

В качестве эмитентов ценных бумаг выступают также *совместные предприятия*. Подавляющее их большинство функционирует как вновь созданные акционерные компании либо как акционерные общества, созданные в результате преобразования государственных предприятий в процессе приватизации.

Важное место среди эмитентов занимают *инвестиционные институты* (профессиональные участники рынка ценных бумаг) и, в частности, приватизационные инвестиционные фонды (ПИФы). Помимо акционерных обществ, в качестве эмитентов могут выступать предприятия и других форм собственности, в частности государственные предприятия, общества с ограниченной ответственностью, частные предприятия. Они могут выпускать в обращение облигации предприятий и векселя.

Особое место среди эмитентов занимают кредитные учреждения - *банки*, которые могут выпускать в обращение практически почти все предусмотренные законодательством виды ценных бумаг, а именно: акции, облигации, депозитные и сберегательные сертификаты и векселя.

Местные органы власти (хокимияты) могут выпускать муниципальные облигации.

Инвесторы - это физические или юридические лица (государство), приобретающие ценные бумаги от своего имени и за свой счет. Иностранные граждане и организации также могут выступать в качестве инвесторов в соответствии с законодательством РУз. Инвесторы - лица, имеющие определенные временно свободные денежные средства. Мотивы инвестиций следующие: получение доходов в виде дивидендов или процентов, получение доходов в виде разницы между ценой покупки и ценой продажи ценных бумаг, управление предприятиями, денежно-кредитное регулирование экономики.

Инвесторы могут приобретать ценные бумаги как за счет собственных средств, так и за счет заемных. В последнем случае инвестор для покупки ценных бумаг может занять денежные средства либо у своего брокера-дилера, либо в банке. Однако при этом сумма позаимствованных средств не должна превышать 50 процентов стоимос-

ти приобретенных ценных бумаг. Подобное правило, ограничивающее использование кредита при осуществлении инвестиций в ценные бумаги, существует и в других странах, в частности США.

Инвесторы подразделяются на частных (индивидуальных) и институциональных. *Частный инвестор (individual investor) - это физическое или юридическое лицо, осуществляющее вложение собственных средств в ценные бумаги.* Самым многочисленным отрядом инвесторов на фондовом рынке традиционно является *население.* В основном это граждане республики, вложившие свои сбережения в ценные бумаги акционерных обществ, банков, государства.

✓ **Типы инвесторов**

В экономической литературе встречается разделение инвесторов-физических лиц на следующие типы:

Консервативный тип. Это лица, для которых наиболее важным является надежность вложений, сведение к минимуму риска, связанного с инвестициями. Они согласны получать относительно небольшие доходы на вложенный капитал, лишь бы была гарантия отдачи. Этот тип инвесторов предпочитает облигации либо привилегированные акции самого высокого качества. Как правило, они имеют дело либо с государством, либо с крупными компаниями с солидной репутацией.

Умеренно-агрессивный тип. Эти лица более склонны к риску, однако предпочитают его ограничивать. Их цель - защита инвестиций, обеспечение безопасности вложений в сочетании с высокой доходностью ценных бумаг. При формировании портфеля ценных бумаг они допускают приобретение ценных бумаг низкого качества, дающих перспективу в будущем.

Агрессивный тип. Этот тип инвесторов спокойно относится к риску, и идет на покупку ценных бумаг среднего и низкого качества, не пренебрегая высокорискованными акциями. В их стратегии, как правило, - сочетание высокой доходности вложений с перспективным ростом курса акций динамично развивающихся отраслей.

Опытные инвесторы. Они имеют большую практику инвестирования, способны прогнозировать конъюнктуру рынка ценных бумаг. Осуществленные ими инвестиции обеспечивают им высокие доходы, устойчивый рост вложенного капитала.

Тип игроков (изощренных инвесторов) - лица, которые ради получения максимальной выгоды готовы пожертвовать своим капиталом. Портфель ценных бумаг таких инвесторов состоит, как правило, из бумаг низкого качества с колеблющимся курсом. Такие инвесторы обычно сочетают спекуляцию ценными бумагами с игрой на изменении валютного курса.

В США более 50 млн. человек имеют акции, причем число их постоянно увеличивается. В Узбекистане на начало 2000 года количество индивидуальных инвесторов составило около миллиона человек.

Институциональный инвестор (institutional investor) - это юридическое лицо, инвестирующее привлеченные им денежные средства в ценные бумаги. Институциональные инвесторы - это организации, которые в силу специфики своей деятельности аккумулируют значитель-

ные временно свободные средства индивидуальных инвесторов. К их числу относятся коммерческие банки, страховые компании, пенсионные фонды, инвестиционные и приватизационные фонды, инвестиционные компании и некоторые другие.

Предприятия и организации занимают наибольший удельный вес в составе инвесторов по объему инвестиций. Среди них как наиболее значительные можно выделить предприятия производственной, финансово-кредитной сферы (банки), инвестиционные институты.

Промышленные, сельскохозяйственные и другие предприятия производственного направления являются держателями ценных бумаг своих смежников (поставщиков сырья, материалов, комплектующих и покупателей продукции), банков, государства (ГКО).

Особой категорией инвесторов являются *банки*. Инвестиции банков носят избирательный характер, поскольку, во-первых, в их распоряжении имеется информация о финансовом состоянии значительного количества эмитентов - хозяйствующих субъектов, во-вторых, в банках сосредоточены наиболее квалифицированные кадры и, в-третьих, среди всех инвесторов банки являются организациями, у которых чаще всего накапливаются временно свободные значительные денежные средства.

В качестве инвесторов может выступать ряд *инвестиционных институтов*. Это инвестиционные посредники, инвестиционные компании, инвестиционные фонды и приватизационные инвестиционные фонды, управляющие компании. Некоторые из них приобретают ценные бумаги с целью получения в последующем инвестиционных доходов (ИФы, ПИФы, инвестиционные компании) в виде дивидендов или процентов. Другая часть (управляющие компании, инвестиционные посредники), как правило, инвестируют свои средства с целью получения спекулятивных доходов. Деятельность инвестиционных институтов как инвесторов особо контролируется органами, осуществляющими надзорные функции на рынке ценных бумаг.

Крупным инвестором на фондовом рынке Узбекистана является *государство*. Оно является владельцем значительного пакета акций (порядка 25 и более процентов) практически во всех созданных в результате приватизации акционерных компаниях, принимает участие в управлении предприятиями и получает дивиденды. С целью денежно-кредитного регулирования экономики государство, например, через Центральный банк может осуществлять так называемые операции на открытом рынке, в частности покупку ценных бумаг у коммерческих банков, расширяя тем самым сферу кредитования коммерческими банками отраслей народного хозяйства. В некоторых случаях государство может покупать свои же ценные бумаги (напри-

мер, вторичный рынок ГКО).

Холдинги - акционерные общества открытого типа, в состав активов которых входят контрольные пакеты акций других предприятий. Контрольный пакет акций представляет собой любую форму участия в капитале предприятия, которая обеспечивает безусловное право принятия или отклонения определенных решений на общем собрании его участников и в его органах управления.

Иностранные инвесторы. К ним относятся иностранные граждане, юридические лица, иностранные государства. Деятельность иностранных юридических и физических лиц на рынке ценных бумаг Узбекистана в качестве инвесторов регулируется специальными законодательными актами. Они могут приобретать ценные бумаги как на биржевом, так и внебиржевом рынке. Вопросы приобретения более или менее крупных пакетов акций предприятий стратегических отраслей иностранными инвесторами в обязательном порядке согласовываются с правительством Узбекистана.

Деятельность инвесторов на рынке ценных бумаг подлежит регулированию, как и деятельность эмитентов. Так, например, по действующему законодательству приобретение 35 и более процентов акций акционерной компании должно обязательно согласовываться с соответствующими антимонопольными органами. Имеются ограничения в приобретении акций отдельными видами инвестиционных институтов (инвестиционными фондами, приватизационными инвестиционными фондами) и отдельными категориями физических лиц. Государство регулирует допуск инвесторов на различные сектора фондового рынка с учетом сложившейся в данный период времени конъюнктуры и экономической ситуации. Например, в Узбекистане к торговле государственными краткосрочными облигациями иностранные инвесторы не допускаются.[1] Одновременно всячески стимулируется приток иностранного капитала через покупку ими акций отечественных акционерных обществ нестратегических отраслей.

Между индивидуальными и институциональными инвесторами существует определенная взаимосвязь Население по праву считается первичным и основным инвестором, так называемым "инвестором в чистом виде". Причиной для такого постулата является то, что граждане прежде всего сами приобретают ценные бумаги. Кроме того, их деньги поступают в пенсионные фонды, страховые организации, инвестиционные и приватизационные инвестиционные фонды, на сберегатель-

[1] Допуск иностранных инвесторов на российский рынок ГКО явился стратегической ошибкой, повлекшей за собой катастрофические последствия для экономики в целом, ввиду чего правительство С.Кириенко в августе 1998 г. было вынуждено признать свое банкротство.

ные счета банков, которые, в свою очередь, используют полученные от населения денежные средства для инвестирования в ценные бумаги.

Инвестиционные институты - это хозяйствующие субъекты, у которых операции с ценными бумагами являются основным видом деятельности. Инвестиционные институты - это профессиональные участники рынка ценных бумаг. К ним относятся инвестиционные посредники, инвестиционные консультанты, инвестиционные фонды, инвестиционные компании, управляющие компании, депозитарии, расчетно-клиринговые организации, держатели реестров владельцев ценных бумаг, номинальные держатели акций. Закон допускает к операциям с ценными бумагами физических лиц и функционирование их в качестве инвестиционных посредников и инвестиционных консультантов, хотя на практике подавляющее большинство этих институтов все же представлено организациями. Инвестиционные институты должны иметь лицензию на соответствующий вид деятельности на рынке ценных бумаг от органа государственного управления фондовым рынком. В этом же органе в обязательном порядке должны пройти аттестацию руководители, начальники отделов и ведущие специалисты инвестиционных институтов, непосредственно участвующие в заключении сделок с ценными бумагами. Инвестиционные институты, будучи в определенной степени гарантами исполнения сделок для своих клиентов - эмитентов и инвесторов, должны обладать достаточностью собственного капитала, в связи с чем органом государственного регулирования фондового рынка для них установлены специальные экономические нормативы, и, в частности, минимальный размер уставного фонда, коэффициент соотношения собственного капитала и средств клиентов, максимальный размер риска на одного клиента. Деятельность инвестиционных институтов должна быть достаточно прозрачной, поэтому в соответствии с действующим законодательством они обязаны также раскрывать информацию о некоторых своих операциях.

Для оформления допуска к операциям с ценными бумагами физическое лицо должно иметь соответствующее образование (сертификаты об окончании базового курса "Акционирование. Операции с ценными бумагами", аттестат органа по управлению рынком ценных бумаг соответствующей категории, патент на индивидуальную трудовую деятельность, выданный местным органом власти, и расчетный счет в банке.

В нашей республике физические лица как индивидуальные предприниматели на рынке ценных бумаг достаточно активно проявляли себя в различные периоды середины 90-х годов XX столетия. В рейтинге инвестиционных посредников в числе первой десятки по

величине и объему совершенных сделок можно было, например, наблюдать "БК - Хошимова Раима Хошимовна", "БК - Выскребенцев Валерий Петрович", "БК - Нурмухамедов Муслимали Ширалиевич" и т. д. В перспективе в связи с имеющимися тенденциями развития частного предпринимательства роль граждан как профессиональных участников рынка ценных бумаг, очевидно, будет увеличиваться.

В целях защиты интересов эмитентов, инвесторов, самих инвестиционных институтов последние могут создавать объединения (ассоциации) инвестиционных институтов, работающие на принципах некоммерческих организаций. Подробнее деятельность инвестиционных институтов будет рассмотрена в разделе IV.

Фондовые биржи. Фондовые биржи - это высокоорганизованные системы фондового рынка. Их предназначение - организация и создание условий для совершения сделок с ценными бумагами профессиональными участниками рынка ценных бумаг. История фондовых бирж насчитывает несколько столетий. Особенностью фондовых бирж как институтов рынка ценных бумаг является то, что сами они непосредственно не осуществляют операций с ценными бумагами, а лишь создают условия для заключения сделок профессиональным участникам фондового рынка. Вопросы организации и деятельности фондовых бирж будут рассмотрены подробнее в разделе VI.

Уполномоченные государством органы по регулированию рынка ценных бумаг. Всемирная история развития фондового рынка со всей очевидностью показывает, что система функционирования рынка ценных бумаг в любой стране нуждается в государственном регулировании. Без основанных на научных подходах и знании практики регулятивных начал, существования определенных норм и правил эмиссии ценных бумаг, деятельности всех участников фондового рынка торговля ценными бумагами могла бы приносить обществу серьезные катаклизмы и кризисы. Как свидетельствует опыт Соединенных Штатов Америки и других государств кризисы в области рынка ценных бумаг представляют большую опасность для всей экономики. Именно поэтому практически в каждой развитой стране имеются уполномоченные государством органы власти и управления, наделенные соответствующими полномочиями, призванные обеспечить упорядоченное функционирование рынка ценных бумаг путем создания соответствующего законодательства, наблюдения за ситуацией в указанной области, учета эмиссии и участников фондового рынка, применения к ним в случае необходимости карательных санкций.

В настоящее время в разных странах мира функционируют различные органы регулирования рынка ценных бумаг. Эти страны в зависимости от особенностей подходов к государственному регулированию рынка ценных бумаг в той или иной степени используют сочетание государственного контроля с контролем со стороны саморегулируемых организаций.

Независимо от того, какой принцип организации контроля реализуется, соотношение между государственным регулированием и регулированием со стороны профессиональных объединений участников фондового рынка может быть самым разнообразным. В одних странах решение подавляющей части ключевых вопросов передано в ведение органов государственного управления рынка ценных бумаг. В других странах значительная часть этих вопросов передана в ведение саморегулируемых организаций - фондовых бирж, всевозможных ассоциаций, которые самостоятельно устанавливают "правила игры", но в рамках закона. В третьих - имеют место различные комбинации первых двух вариантов.

В Узбекистане органом, осуществляющим регулирование фондового рынка, является Центр по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг при Госкомимуществе республики. Он был создан Указом Президента Республики Узбекистан 26 марта 1996 г. в целях повышения эффективности функционирования и государственного регулирования рынка ценных бумаг, координации деятельности его участников, обеспечения надежной защиты прав и интересов инвесторов. Центр имеет свои территориальные подразделения (отделы) в каждой области. Решения Центра по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг, принятые в пределах его полномочий, являются обязательными для исполнения государственными и местными органами управления, хозяйствующими субъектами, профессиональными и непрофессиональными участниками рынка ценных бумаг, их объединениями, ассоциациями, а также всеми резидентами и нерезидентами республики, осуществляющими операции с ценными бумагами на территории Узбекистана.

В то же время к государственному регулированию рынка ценных бумаг в Узбекистане причастны и другие органы государственного управления - такие, как Центральный банк, осуществляющий контроль за сферой выпуска и обращения депозитных сертификатов банков, банковских и коммерческих векселей, а также Министерство финансов, регулирующее эмиссию, обращение и погашение государственных ценных бумаг, в частности государственных краткосрочных облигаций.

ГЛАВА 12. ОСНОВНЫЕ ЭТАПЫ ОСУЩЕСТВЛЕНИЯ СДЕЛОК КУПЛИ-ПРОДАЖИ ЦЕННЫХ БУМАГ

На первоначальных стадиях развития фондового рынка купля-продажа ценных бумаг имела неупорядоченный характер. Это происходило из-за отсутствия четких правил, регламентирующих процедуру перехода денег от покупателя ценных бумаг к продавцу и ценных бумаг или их сертификатов - покупателю. В недалеком прошлом возникало множество ситуаций, когда после подписания контракта о покупке ценных бумаг его исполнение задерживалось на долгие месяцы из-за отсутствия законодательно зафиксированных временных рамок процедуры сделки. Контрагенты по сделке могли долго дискутировать между собой по вопросу: кому первым начать действия по исполнению сделки - покупателю осуществлять платеж или продавцу - передачу ценных бумаг. В ряде случаев неупорядоченность регламента заключения сделок приводила к выполнению своих обязательств только со стороны одного контрагента. Отсутствие четкой и оптимальной процедуры действий в процессе проведения сделки со стороны ее участников (покупателя, продавца, брокера, биржи, различных других институтов, осуществляющих вспомогательные функции) зачастую приводило к увеличению сроков ее проведения, возможности возникновения различных манипуляций с ценными бумагами, мошенничества и безнаказанному неисполнению контрагентами своих обязательств. Все это существенным образом сдерживало развитие фондового рынка, поскольку потенциальные покупатели и продавцы ценных бумаг иногда просто не решались заключать сделку, опасаясь возможных непредвиденных препятствий в процессе ее осуществления.

Мировая практика осуществления операций с ценными бумагами выработала определенные обязательные этапы совершения сделки, обеспечивающие ее оптимизацию и успешное завершение. К ним относятся:

1. Заключение договора купли-продажи ценных бумаг.
2. Сверка параметров по осуществляемой сделке.
3. Клиринг.
4. Проведение денежного платежа и встречной передачи ценных бумаг.

✓ Заключение договора купли-продажи ценных бумаг

Это первый этап заключения сделки. Следует иметь в виду, что другие, менее распространенные виды сделок с ценными бумагами - такие, как мена, дарение, передача акций в уставный фонд, завещания, мало чем отличаются по своей технике и этапам от сделки

купли-продажи.

Договор купли-продажи ценных бумаг может заключаться между лицами, которые ранее приобрели ценные бумаги для владения с целью получения доходов в виде дивидендов или роста курсовой стоимости. Договора купли-продажи могут заключаться и между профессионалами - брокерами-дилерами. Причем брокеры могут выступать либо в качестве комиссионеров на основании договора комиссии, либо в качестве поверенных на основании договора-поручения. Главной отличительной чертой договора-комиссии является то, что брокер (комиссионер) действует по поручению и за счет, но не от имени клиента (комитента). Комиссионер в исполнение договора-комиссии, заключенного с комитентом, совершает сделку купли-продажи от собственного имени. Подавляющее большинство сделок на фондовом рынке мира происходит все же при посредничестве брокеров, которые выступают при этом в качестве комиссионеров.

Таким образом, реальных продавцов и реальных покупателей в чистом виде (то есть лиц, которые участвуют в сделке не как посредники) обычно обслуживают брокеры и договора купли-продажи ценных бумаг заключаются именно между этими брокерами. Следует отметить также, что брокеры-дилеры не только осуществляют посреднические функции при заключении сделки между "чистыми" покупателями и продавцами ценных бумаг, но и совершают значительное количество сделок за свой собственный счет - как с "чистыми" покупателями и продавцами ценных бумаг, так и между собой.

Именно профессионалы рынка ценных бумаг более других его участников заинтересованы в унификации и стандартизации процедур совершения сделок с ценными бумагами, поскольку это их каждодневная работа, и именно они намного чаще других сталкиваются с проблемами и последствиями такой неупорядоченности.

Самой популярной и общепринятой организационной формой торговли ценными бумагами, обеспечивающей работу в соответствии с четкими, постоянными и единообразными правилами осуществления операций с ценными бумагами является фондовая биржа. Биржа устанавливает определенные принципы торговли ценными бумагами, допуск к участию в торгах только профессиональных участников, наличие четких торговых процедур, сосредоточение заключения сделок в определенном месте, временные рамки, контроль за исполнением сделок как со стороны профессиональных участников рынка ценных бумаг, так и со стороны государства.

Помимо биржи, в современном рыночном пространстве имеет

место множество других систем торговли ценными бумагами, которые менее формализованы, регламентированы и организационно менее оформлены. Эти системы относятся к внебиржевому рынку. Биржевой и внебиржевой фондовые рынки выработали адекватные им способы заключения договоров, различающиеся между собой по технике и некоторым другим признакам. На фондовых биржах, имеющих классические традиции, сделки между участниками, как правило, заключаются в устной форме или в форме обмена стандартными бумажными записками. На фондовых биржах, использующих электронные технологии торговли, факт заключения сделки фиксируется в главном процессоре (компьютере) операционного зала. На внебиржевом рынке сделки заключаются устно (по телефону, с записью переговоров на магнитную ленту), по телексу, по специализированным электронным сетям. Следует отметить, что сделки редко заключаются путем одновременного подписания обеими сторонами двустороннего письменного документа.

В результате первого этапа сделки происходит составление каждым участником своих внутренних учетных документов, отражающих факт заключения сделки и ее основные параметры. В зависимости от применяемой технологии заключения сделки это могут быть подписанные бланки договоров купли-продажи ценных бумаг, записи в журналах операций, брокерские и маклерские записки, рапорты трейдеров, отметки на бланках исполненных заявок, записки контрагентов по сделкам, распечатки телексных и факсимильных сообщений, отчетные компьютерные файлы и их бумажные распечатки.

Заключение договора купли-продажи ценных бумаг означает начало целой серии сложных комплексных операций, которые должны быть осуществлены прежде, чем сделка подойдет к своему завершению - моменту, когда ценные бумаги окажутся в собственности покупателя, а денежные средства окончательно поступят в распоряжение продавца. День заключения договора купли-продажи ценных бумаг в экономической литературе обозначают буквой Т (от английского "*trade*" - сделка). Остальные этапы сделки происходят несколько позднее. День их совершения обычно соотносят с днем первого этапа - днем "Т". Если, к примеру, все этапы сделки полностью завершились на третий рабочий день после заключения договора, то принято считать, что сделка завершена в день "Т+3".

Определение общего срока сделки имеет очень важное значение для участников рынка ценных бумаг, поскольку право собственности на передаваемые ценные бумаги переходит к новому владельцу не в момент заключения сделки купли-продажи, а только в момент ее исполнения. До этого времени на протяжении всех этапов сделки

владельцем продаваемой ценной бумаги остается продавец. Это обстоятельство приобретает большую актуальность особенно тогда, когда на период между заключением сделки с ценной бумагой и ее исполнением приходится выплата дивидендов или, например, с этой же ценной бумагой начинает осуществляться следующая операция по очередному отчуждению (продажа, мена, дарение и т.п.). В этом случае правами получения дивидендов и другими правами, вытекающими из владения ценной бумагой, все еще продолжает обладать продавец.

✓ **Сверка параметров по осуществляемой сделке**
(в англ. *trade comparison, trade matching*)

Это второй этап сделки купли-продажи. Задача этого этапа заключается в том, чтобы предоставить участникам возможность урегулировать все случайные расхождения в понимании сути и предмета заключенной сделки. Это особенно важно для тех рынков, где сделки заключаются устно или путем обмена письменными записками. Именно в таких системах наиболее вероятны различное понимание нюансов сделки и технические ошибки. Документы, составлением которых завершается первый этап сделки, служат для оформления специальных справочных документов, предназначенных для использования на втором этапе сделки.

После заключения сделки стороны должны обменяться этими дополнительными сверочными письменными документами. В них дублируются все существенные параметры сделки. В ряде биржевых систем обмен такими документами осуществляется не непосредственно между сторонами, а организуется специально предназначенной для осуществления сверки системой. Функции такой системы может выполнять определенная структура фондовой биржи либо тесно взаимодействующая с биржей расчетно-клиринговая организация.

На этом этапе контрагенты сравнивают свои внутренние учетные документы (оформленные по итогам первого этапа) с документами, полученными от контрагента. Если при этом не выявляется расхождений, сверка считается произведенной (завершенной).

Международные стандарты и нормы предполагают организацию работы биржевых и внебиржевых систем таким образом, чтобы сверка завершалась не позднее периода "T+1". Это время дается контрагентам для того, чтобы стороны могли выявить возможные расхождения, своевременно их откорректировать, отменить сделку или отложить ее исполнение до разбирательства в суде, третейском суде или органе, выполняющем подобную функцию. Если же сверка не будет произведена, стороны, ошибочно понимая ее суть, после перехода к стадии исполнения обязательств по сделке могут столкнуться с

непредвиденными препятствиями. Так, некоторые торговые системы не предусматривают сверку как специально выделенную процедуру. При этом считается, что стороны, которые определили параметры сделки непосредственно в момент заключения договора, согласны пропустить этап сверки. Однако такой вариант возможен только тогда, когда контрагенты, заключая сделку, уверены, что полностью поняли друг друга. Такая уверенность может существовать обычно в двух случаях: а) при заключении сделки в письменной форме с подписанием общего единого договора; б) в современных компьютерных биржевых системах, где ввод сделки с терминала считается одновременно и согласием на сверку. В данном случае дальнейшему нормальному течению событий может помешать либо грубая ошибка одной из сторон, либо неисправность в работе компьютера. Такие сделки, "проскакивающие" этап сверки, называются "зафиксированными" (англ. "*locked-in*"). Итоговыми документами второго этапа, опять-таки в зависимости от применяемой техники, могут быть письменные записки, телексные или факсимильные распечатки от контрагента, компьютерные файлы или письменные документы (листы сверки) от специальной сверочной организации, подтверждающие факт завершившейся сверки. Эти документы, как правило, передаются участникам сделки. Они служат основанием для проведения следующих этапов сделки.

✓ **Клиринг**

Клиринг - это комплекс процедур, начинающихся после сверки и завершающихся непосредственно перед исполнением сделки. Клиринг не включает непосредственно переводы денежных средств или передачу ценных бумаг. Клиринг - это то, что предшествует денежным платежам и поставкам фондовых ценностей. Этап клиринга состоит из двух процедур:

1). Процедура анализа итоговых сверочных документов на подлинность и правильность оформления. Если этап сверки завершается формированием компьютерных файлов, то клиринг начинается с проверки ключей шифрования и защиты принимаемой информации.

2). Процедура вычисления денежных сумм, которые подлежат переводу, и количества ценных бумаг, которые должны быть поставлены по итогам сделки. Кроме суммы платежа за купленную бумагу, уплате могут подлежать налог на операции с ценными бумагами (если он введен в данной стране), биржевые сборы, комиссионные брокерам и т.п. Может также применяться взаимозачет встречных требований, которые возникли по разным сделкам и должны быть исполнены одновременно.

Заключая сделку купли-продажи, оба контрагента приобретают

определенные права и обязанности. Покупатель, например, приобретает право по отношению к продавцу требовать поставки причитающегося количества ценных бумаг и одновременно становится обязанным уплатить соответствующую сумму денег. Продавец же становится обязанным поставить ценные бумаги и приобретает право требовать причитающуюся ему сумму денег. В итоге продавец и покупатель становятся по отношению друг к другу одновременно кредиторами и должниками. Их обязательства будут исполнены, а требования удовлетворены только на заключительном этапе сделки. На этапе клиринга производится определение и вычисление их взаимных требований и обязательств. Процедура вычислений - самая важная во всем этапе клиринга. Различают несколько способов расчета сумм, подлежащих уплате, и количества ценных бумаг, подлежащих поставке. Главным фактором, определяющим конкретный способ и процедуру вычислений, является избранный способ организации взаимозачета встречных требований.

В некоторых системах торговли (обычно на внебиржевом рынке), не производится никакого встречного зачета требований. Каждая сделка исполняется отдельно от других сделок в полном соответствии с теми параметрами, с которыми она была заключена. В этом случае на этапе клиринга для продавца по каждой конкретной сделке производится вычисление количества ценных бумаг, которое он должен поставить, и суммы денежных средств, причитающихся ему, за минусом различных сборов и налогов. Для покупателя по каждой отдельной сделке рассчитываются количество причитающихся ему ценных бумаг и сумма денежных средств, которую он должен уплатить контрагенту плюс различные налоги и сборы. Это достаточно простой способ вычислений.

Клиринг значительно усложняется, когда происходит взаимозачет. Взаимозачет встречных требований применяется почти на каждой современной бирже для снижения количества платежей и поставок ценных бумаг по сделкам, заключаемым членами биржи. Так как на крупных фондовых биржах ежедневный оборот по ценным бумагам составляет многие сотни тысяч сделок и в течение одной торговой сессии продаются и покупаются десятки миллионов ценных бумаг, осуществлять такие сделки "один к одному" неэффективно. Чтобы снизить количество и упростить алгоритм осуществления платежных операций по итогам биржевых торгов в подобных случаях применяется взаимозачет, который, несмотря на некоторое усложнение процедуры клиринга, существенно сокращает затраты участников сделок на организацию централизованной клиринговой системы по сравнению с их потенциальными издержками с наклад-

ными и прочими расходами на раздельное осуществление платежей и поставок по каждой конкретной сделке. Взаимозачет может быть двусторонним и многосторонним.

Двусторонний взаимозачет. Он применяется достаточно редко, в основном на внебиржевом рынке в отношениях между доверяющими друг другу сторонами, а также на небольших фондовых биржах с небольшим числом участников и малым оборотом (на биржах развивающихся стран). При этом производится попарное (по каждой паре контрагентов сделки) вычитание требований одного контрагента из требований другого до тех пор, пока после включения в расчет всех сделок определенного периода времени не будет установлено чистое сальдо одного контрагента другому. Такое вычисление может производиться как по денежным средствам, так и по ценным бумагам или по каждому виду ценных бумаг. При этом метод денежного взаимозачета может не совпадать с методом взаимозачета по ценным бумагам. В завершение данной процедуры сделки каждая из сторон обязана исполнить свои обязательства и удовлетворить свои требования. Если применяется взаимозачет, то удовлетворение многих встречных требований происходит одновременно единым платежом (или поставкой). Это означает, что любое количество заключенных в течение установленного периода времени сделок между сторонами исполняется единовременно.

Многосторонний взаимозачет подразделяется на два типа: без участия клиринговой организации в качестве стороны в расчетах и с участием таковой. При любом из этих двух типов вычисление (вторая процедура клиринга) начинается с того, что по каждому участнику клиринга производится калькуляция его собственных чистых требований или чистых обязательств по всем включаемым в расчет сделкам за установленный период. Из всех требований данного участника вычитаются все его обязательства и таким образом определяется чистое сальдо, которое именуется "позицией". Позиция "закрыта", если сальдо равно нулю, и "открыта", если сальдо отлично от нуля. В случае положительного сальдо, то есть когда объем требований участника превышает его обязательства, считается, что у него открыта "длинная позиция". Если сальдо отрицательное, то есть участник клиринга должен больше, чем должны ему, то считается, что у него "короткая позиция". По итогам взаимозачета среди участников клиринга отдельно по каждому виду ценных бумаг и по денежным средствам выявляются те, кто имеет короткие позиции, и те, кто имеет длинные позиции (нетто-кредиторы). Сальдо встречных требований, определенное путем их взаимозачета, говорит о том, какую сумму денежных средств или цен-

ных бумаг по итогам клиринга каждый участник должен отдать или получить на завершающем этапе сделки. Окончательный платеж или поступление именуется "ликвидацией позиции" или "урегулированием позиции".

В экономической литературе применение на этапе клиринга механизма многостороннего взаимозачета с вычислением чистых позиций участников сделок именуется как "нэттинг" (англ. *netting*). Два типа многостороннего взаимозачета отличаются друг от друга тем, каким образом предполагается урегулировать рассчитанную на этапе клиринга позицию.

При одном методе многостороннего взаимозачета после вычисления позиций всех участников клиринга производится определение пар участников "кредитор - должник" таким образом, чтобы свести к минимуму число платежей (поставок ценных бумаг) от должников к кредиторам. Сторонами в окончательных расчетах по урегулированию позиций являются те же лица, которые были участниками сделок. При этом комбинации пар "кредитор - должник" от одного цикла клиринга к другому могут меняться. Данный метод хорош в тех биржевых и внебиржевых системах, где круг участников невелик, устойчив, где участники имеют примерно равное финансовое положение и уровень платежеспособности.

При другом методе в качестве стороны по урегулированию позиций участников торгов выступает клиринговая организация. Урегулирование позиции каждого участника осуществляется против клиринговой организации. Последняя выступает единым кредитором для всех должников и единым должником по отношению ко всем кредиторам. Таким образом, урегулирование позиций всех должников производится путем платежа (поставки) в пользу клиринговой организации, а урегулирование позиций всех кредиторов производится путем получения денежных средств (ценных бумаг) от этой клиринговой организации. Урегулирование позиции участников торговли против клиринговой организации, а не против друг друга, то есть полная смена сторон на этапе исполнения по сравнению с этапом заключения сделок в экономической литературе именуется как "новэйшн" (англ. *novation*). Метод "новэйшн" считается более удобным, так как у каждого участника на этапе исполнения сделок оказывается только один контрагент - клиринговая организация, в пользу которой надо перечислить сумму задолженности или от которой надо получить сумму причитающихся денежных средств или ценных бумаг. Именно этот метод нашел применение в большинстве клиринговых систем. Это объясняется его относительной простотой, удобством и независимостью от числа уча-

стников, а также возможностью создания надежных систем контроля за возникающим риском.

Третья процедура клиринга заключается в оформлении расчетных документов, направляемых на исполнение в денежно-расчетную систему и систему, обеспечивающую поставку ценных бумаг. Форма и порядок заполнения расчетных документов устанавливаются этими системами. Количество оформляемых расчетных документов, указанные в них суммы, количество ценных бумаг и определение сторон для осуществления платежей и поставок зависят от способов взаимозачета, применяемых на предыдущей стадии. Исполнение этих расчетных документов и будет являться завершением (исполнением) сделок.

✓ **Исполнение сделки**

Это четвертый и последний этап сделки. Исполнение предполагает денежный платеж и поставку ценных бумаг. Платеж осуществляется системой денежных расчетов, избранной участниками сделок, поставка ценных бумаг также осуществляется соответствующей избранной системой.

День исполнения сделки фиксируется при заключении договора купли-продажи. Иногда этот день указывается в тексте двустороннего документа о заключении сделки. Но чаще посредники устанавливают такой срок между заключением и исполнением сделки, который определяется и действует на существующем рынке как бы "по умолчанию", по соответствующим всеми исполняемым правилам. Четкость применяемых на рынке стандартных сроков зависит от степени его организованности. Сделки, заключаемые на самом биржевом рынке, также должны иметь строго установленный график прохождения всех этапов. Если сделка исполняется в самый кратчайший срок из всех возможных стандартных сроков исполнения сделок на данном рынке, то речь идет о "кассовой сделке", или "споте". Например, на Франкфуртской фондовой бирже сделка может быть исполнена не ранее, чем на второй рабочий день после ее заключения. Такие сделки на этой бирже являются кассовыми. Для Нью-Йоркской фондовой биржи срок исполнения большинства кассовых сделок - пять рабочих дней после дня их заключения. Если срок исполнения на каком-либо рынке больше, чем самый минимальный срок, необходимый для исполнения кассовой сделки, то говорят, что это "срочная сделка", или "форвард". Например, сделка, заключаемая на фондовом рынке ФРГ с исполнением на третий и более день после ее заключения, будет считаться срочной (форвардной).

Известны два основных способа установления срока между датой

заключения и датой исполнения сделок. Первый способ применялся на неактивных рынках, а также на крупных рынках, которые только начинали развиваться (Англия). В соответствии с этим способом устанавливался определенный период времени (например, две недели), в течение которого заключались сделки, подлежащие исполнению одновременно в намеченную дату, наступавшую через определенное количество дней (предположим, через семь календарных дней) после окончания этого периода. Второй способ применяется в настоящее время практически на всех биржах и в большинстве систем внебиржевого рынка. Он похож на первый способ с той разницей, что период заключения сделок сокращен до одного дня. Таким образом, устанавливается, что сделки, заключенные в течение одного рабочего дня, должны исполняться одновременно в некоторую дату, наступающую через четко фиксированное количество рабочих дней. Например, сделки, заключенные в понедельник, подлежат, по правилам какого-либо рынка, исполнению в следующий понедельник, то есть через пять рабочих дней. В этом случае говорят, что сделки исполняются на день "Т+5". По этому же правилу сделки, заключенные во вторник, исполняются в следующий вторник, и так далее. Именно такой способ рекомендуется международными правилами и стандартами для внедрения на всех современных фондовых рынках.

"Группа 30-ти" рекомендовала также установить максимальный срок, в течение которого сделка должна проходить все этапы, вплоть до исполнения. Этот рекомендованный срок - 3 дня, значит, сделка должна исполняться не позднее "Т+3". Указанные три дня даются участникам сделок и организациям, обслуживающим фондовый рынок, на то, чтобы качественно осуществить промежуточные этапы сделки - сверку и клиринг. Чем длиннее срок между датой заключения сделки и датой ее исполнения, тем большему риску подвергаются участники сделки. Если один из участников, имевший устойчивое финансовое положение в момент заключения сделки, к моменту ее исполнения станет неплатежеспособным, то его контрагент может не получить причитающиеся ему денежные средства или ценные бумаги. Чем дольше срок между заключением и исполнением сделки, тем больше вероятность ее неисполнения. Поэтому самым оптимальным исполнение сделки являлось бы в день ее заключения. Однако на практике этого достичь удается не всегда. Сложность и трудоемкость процедур сверки и клиринга, необходимость на каждом этапе постоянного обмена информацией между клиринговой организацией и участниками сделок делают задачу немедленного исполнения сделок трудновыполнимой. Даже на американском фондовом рынке, самом широком и самом емком, сделки "спот"

исполняются в основном по правилу "Т+5".

Компьютерная техника значительно ускоряет прохождение всех этапов сделки до кратчайших сроков. На современных электронных биржах и в клиринговых организациях процесс прохождения всех этапов сделки достигает одного дня, иногда заключение сделки и процедура клиринга осуществляются в один и тот же день. Но многое зависит от того, как электронный документооборот бирж и клиринговых организаций сочетается с действующими в той или иной стране системами денежных расчетов и поставки ценных бумаг.

Другим важным правилом, по которому должно строиться исполнение сделок, является правило, именуемое "Поставкой против платежа". Оно касается принципов, по которым должны синхронизироваться два параллельных процесса, составляющие этап исполнения - денежный платеж и поставка ценных бумаг. Теоретически возможны три варианта: а) покупатель получает купленные ценные бумаги раньше, чем продавец получает деньги; б) продавец получает деньги раньше, чем покупатель получает купленные им ценные бумаги; в) оба процесса происходят одновременно.

Как в первом, так и во втором вариантах одна из сторон сделки оказывается в преимущественном, а другая - в ущемленном положении. Исполнение сделки предполагает встречное выполнение обязательств обеими сторонами. Теоретически возможно, что сторона, первая получившая то, что ей причитается по сделке, не сможет или не захочет исполнять свои собственные обязательства. В этом случае вторая сторона понесет убытки. Только третий вариант - одновременное выполнение обязательств обеими сторонами - может обезопасить их от излишнего риска, связанного с возможной неплатежеспособностью или недобросовестностью контрагента. Такое одновременное исполнение именуется "Поставкой против платежа" или принципом "ППП" (англ. *Delivery versus Payment, DVP*). Любая фондовая биржа и обслуживающая ее клиринговая организация обязаны позаботиться о введении контроля за соблюдением принципа "ППП". Конкретные формы и механизмы контроля и выполнения принципа "ППП" зависят от того, как устроена система денежных расчетов и система поставок ценных бумаг в той или иной стране.

Организация денежных расчетов. Совокупный платежный оборот той или иной страны обслуживает система денежных расчетов. Денежные расчеты по операциям с ценными бумагами соответствуют части платежного оборота, связанного с фондовым рынком. Системы денежных расчетов в каждой стране универсальны и устроены независимо от того, какие платежные отношения им приходится обслуживать. Поэтому расчеты по сделкам с ценными бумагами на

внебиржевом рынке осуществляются, как правило, через общую систему расчетов. Вместе с тем расчеты по биржевым сделкам производятся с некоторыми особенностями.

Существует несколько способов организации биржевых денежных расчетов. Они отличаются друг от друга степенью обособленности расчетов по сделкам с ценными бумагами от других расчетных операций. Без такого обособления обойтись практически невозможно, поскольку биржи и расчетно-клиринговые организации не просто должны давать команды на перевод денежных средств, но и контролировать принцип "Поставка против платежа". Модель биржевых расчетов, применяемая в той или иной стране, как правило, уникальна по своим особенностям.

Одним из самых надежных таких способов (с точки зрения контроля за рисками) является тот, при котором участники рынка создают систему, работающую как бы параллельно с общей системой расчетов. Типичными примерами из международной практики являются международные депозитарно-клиринговые центры "Euroclear" (Брюссель) и "Cedel" (Люксембург). Эти организации открывают корреспондентские счета во многих валютах банкам и другим организациям, профессионально занимающимся торговлей ценными бумагами на международном рынке. Расчеты между участниками этих систем могут осуществляться по корреспондентским счетам в этих депозитарно-клиринговых центрах.

Другим примером из практики является расчетная система Узбекской Республиканской валютной биржи, используемая с марта 1996г. для расчетов по сделкам ГКО. Дилеры - участники расчетной системы Уз.РВБ производят взаимные платежи за облигации по своим корреспондентским счетам в этой системе. Преимуществом такой модели является относительно высокая скорость расчетов. Расчетная организация может в короткие сроки (день в день) осуществить перевод со счета плательщика на счет получателя платежа. При этом нет необходимости организовывать межбанковские переводы и задействовать другие расчетные системы, что обычно удлиняет и замедляет процедуру расчета. Еще одним положительным качеством этой модели является то, что она дает возможность проконтролировать способность покупателей оплатить приобретаемые ими ценные бумаги. Действует правило, по которому участник торгов может подать заявку на покупку облигаций только в том случае, если она заранее подкреплена денежными средствами на его корреспондентском счете в расчетной системе биржи. Однако в международной практике эта возможность почти не используется в связи с тем, что предварительное блокирование средств на счете в

обособленной расчетной системе выводит их на некоторое время из обычного платежного оборота участника.

Недостатком модели является то, что участники системы часто не могут свободно использовать остатки на своих счетах в обособленных депозитарно-клиринговых центрах для прочих операций. Если при этом срок перевода денежных средств из общей платежной системы в обособленную и обратно занимает ощутимый период времени, то это сказывается на рентабельности операции участников. Кроме того, наличие у участника раздельных счетов для обычных операций и для операций с ценными бумагами затрудняет управление ликвидностью.

Организация поставки ценных бумаг. Известны два способа поставки ценных бумаг по результатам заключенной сделки - путем передачи сертификатов ценных бумаг из рук прежнего владельца в руки нового владельца (как правило, при этом задействованы специальные конторы трансфер-агентских услуг) или же путем перевода этих ценных бумаг со счета ответственного хранения старого владельца на счет ответственного хранения нового владельца в специализированной организации - депозитарии. Депозитарий - организация, осуществляющая хранение ценных бумаг своих клиентов и учет прав на эти ценные бумаги, - заключает со своими клиентами договоры о ведении счетов "депо" - счетов ответственного хранения ценных бумаг (англ. *securities accounts*). В соответствии с этими договорами депозитарии обязаны принимать на хранение ценные бумаги клиентов, обслуживать принятые ценные бумаги, выдавать сертификаты ценных бумаг клиентам по их требованию, а также по требованию владельцев перерегистрировать права собственности на хранящиеся ценные бумаги в пользу других лиц (осуществлять "переводы" по счетам "депо").

Владелец ценных бумаг, хранящихся в депозитарии и учитываемых на счете "депо," может дать депозитарию указание о переводе этих ценных бумаг в пользу нового владельца. Депозитарий, получив такое распоряжение, списывает (дебетует) ценные бумаги со счета "депо" старого владельца и зачисляет (кредитует) эти бумаги на счет "депо" нового владельца. Эта операция похожа на операцию денежного перевода. Сами сертификаты переводимых ценных бумаг остаются в хранилище (сейфе) депозитария без движения. Изменяется только состояние учетных регистров депозитария, а именно - хранящиеся ценные бумаги числятся теперь за новым владельцем. По результатам клиринга в депозитарий поступают расчетные документы с указаниями на дебетование и кредитование счетов участников торгов. Выполнение депозитарием этих поручений будет являться исполнением обязательств по поставке ценных бумаг.

ГЛАВА 13. РИСКИ ПРИ ОСУЩЕСТВЛЕНИИ СДЕЛОК КУПЛИ-ПРОДАЖИ ЦЕННЫХ БУМАГ

В связи с выбором той или иной модели системы клиринга и исполнения сделок с ценными бумагами возникает специфический риск, который должны учитывать все участники фондового рынка. Этот риск не связан с типом финансовых инструментов.

Выделяют несколько источников такого риска. Первый из них связан с тем, что между этапом заключения сделки и этапом ее исполнения всегда должен пройти определенный срок. Если даже в момент заключения сделки оба контрагента были платежеспособны, то нет абсолютной гарантии того, что это положение обязательно сохранится к моменту исполнения сделки. Если к моменту исполнения сделки выявится, что одна из сторон не может исполнить своих обязательств по сделке (заплатить деньги или поставить ценные бумаги), то, очевидно, вторая платежеспособная сторона не станет исполнять свои обязательства. В результате сделка останется неисполненной. Вторая платежеспособная сторона могла бы заключить договор с другим контрагентом на другую сделку и попытаться возместить потери от сорвавшейся сделки, но и здесь нет гарантии того, что и в этом случае новый контрагент выполнит свои обязательства. Потерпевшая платежеспособная сторона, не получив причитающихся ей денежных средств или ценных бумаг, не сможет, в свою очередь, исполнить свои обязательства перед третьими лицами. Чтобы не допустить цепочки неплатежей, потерпевшая сторона вынуждена будет заключить аналогичную сделку на невыгодных для себя условиях. Риск, связанный с подобной ситуацией, возникающий по причине движения конъюнктуры называют "риском понесения убытков по возмещению" (англ. *replacement cost risk*).

Второй источник риска связан с тем, что при исполнении сделки денежный платеж и встречная поставка ценных бумаг могут происходить неодновременно. Если одна из сторон выполнит свои обязательства по заключенной сделке, а вторая не сможет выполнить свои (например, по причине банкротства или временного отсутствия ценных бумаг или денежных средств), то для добросовестной стороны наполовину неисполненная сделка несет прямой немедленный убыток. Риск понесения такого убытка называется "риском потери основной суммы долга" (англ. *principal risk*), поскольку при этом риску подвержена вся сумма, вовлеченная в сделку.

Третий тип риска связан с первыми двумя и может возникнуть при тех же обстоятельствах. Он возникает тогда, когда недобросовестная сторона, оставаясь в целом платежеспособной, лишь на время

задерживает исполнение своих обязательств по заключенной сделке. Если это становится ясным в промежуток между заключением и исполнением сделки, то исполнение просто переносится обеими сторонами на более позднее время. Если же это становится ясным после того как добросовестная сторона уже исполнила свои обязательства, то отодвигается во времени только вторая часть исполнения сделки. В обоих случаях сделка будет совершена, но только в более поздний срок. И в обоих случаях добросовестная сторона несет риск неисполнения своих собственных обязательств перед третьими лицами по другим сделкам. Возникает риск цепочки неплатежей. Если пострадал покупатель, своевременно не получивший встречную поставку ценных бумаг, то такому покупателю необходимо либо занять у кого-либо эти ценные бумаги, либо купить эти ценные бумаги за счет привлечения денежной ссуды для того, чтобы выполнить свои собственные обязательства по поставке ценных бумаг по другим сделкам. Если пострадал продавец ценных бумаг, не получивший вовремя встречный платеж, то такому продавцу необходимо где-то занять недополученную сумму, чтобы заплатить тому, кому он сам в свою очередь должен по другим сделкам. Таким образом, пострадавшая сторона несет дополнительные расходы по привлечению средств для решения временных проблем со своей ликвидностью, а также дополнительные накладные расходы по совершению компенсирующих операций. Вышеописанный тип риска именуют "риском ликвидности" (англ. *Liquidity risk*).

Собственными средствами организаций, обслуживающих рынок ценных бумаг, из трех вышеописанных видов риска может быть полностью устранен только один - риск потери основной суммы долга. Устранение этого риска происходит, если применяется принцип "Поставка против платежа". Главное в этом принципе - не допустить неодновременного осуществления денежного платежа и поставки ценных бумаг. Согласно этому принципу, либо оба процесса происходят единовременно, и сделка исполняется в положенный срок, либо ни один из процессов не производится вовсе. В последнем случае сделка либо совсем не исполняется, и все сводится к риску возмещения, либо сделка исполняется позднее, и все сводится к риску ликвидности.

Риск возмещения и риск ликвидности инфраструктурой фондового рынка не могут быть устранены в принципе. Этот риск возникает по причинам, лежащим вне сферы влияния организаций, обслуживающих рынок ценных бумаг. Так, всегда существует риск банкротства или временной неплатежеспособности любого субъекта рыночной экономики. Если этот субъект оказался вовлеченным в

операции с ценными бумагами, то этот риск может повлиять на его контрагентов по фондовому рынку.

Применяются следующие способы контроля и минимизации неустраняемого риска, конкретные комбинации в применении которых зависят от особенностей того или иного рынка:

1. Фондовые биржи или расчетно-клиринговые организации предъявляют определенные минимальные требования к профессиональному составу участников, их финансовому состоянию и репутации. Нельзя стать членом биржи или клиринговой организации, не достигнув определенных показателей работоспособности и надежности. Нельзя оставаться членом биржи или расчетно-клиринговой организации, снизив за время членства свои финансовые показатели. Чем надежнее каждый из участников системы, тем меньшему риску подвергаются все остальные участники.

2. Фондовые биржи и расчетно-клиринговые организации могут устанавливать различные лимиты на операции участников, например, лимит на размер короткой позиции каждого участника. В случае, если какой-либо из участников заключил такой объем сделок, который сделал его должником на сумму лимита, то такому участнику запрещается заключать сделки, по которым сумма его долга может возрасти. Чем строже лимиты, тем меньше могут быть лимиты взаимной задолженности участников и ниже риск.

3. Клиринговые организации вводят способы распределения риска между всеми участниками системы. Типичными примерами являются применение методов "неттинг" и "новэйшн". "Неттинг", или вычисление чистого сальдо требований или обязательств (позиции) для каждого участника, определяет размер требований каждого кредитора ко всем должникам или размера долга каждого должника по отношению ко всем кредиторам - без указания конкретных пар "должник - кредитор". В этом случае при невыполнении одним из должников своих обязательств риск может быть равномерно распределен между всеми кредиторами. "Новэйшн", или исполнение сделок не попарно, а против клиринговой организации, дает возможность технически сконцентрировать управление рисками в едином центре и применять методы, описываемые ниже.

4. Участники торгов могут создать специальный резервный фонд, за счет которого компенсируются убытки от неисполнения или несвоевременного исполнения сделок отдельными участниками. Управлять и расходовать средства этого фонда по назначению, как правило, доверяют клиринговой организации.

5. Участники фондового рынка с помощью клиринговой организации могут создать систему распределения убытков в случае их

возникновения по причине неисполнения отдельными участниками своих обязательств по сделкам. Например, может быть установлено, что при неисполнении обязательств одним должником все кредиторы текущего дня недополучают приходящуюся на них долю убытков.

6. Непосредственно клиринговая организация или участники торговли через клиринговую организацию применяют механизм кредитования тех должников, которые испытывают временные платежные затруднения. Кредитором при этом могут выступать как сами участники (на долях), так и клиринговая организация за счет собственных или выделенных участниками средств.

7. Может существовать солидный "внешний" гарант, который берет на себя покрытие убытков в случае их возникновения при неисполнении сделок или который гарантирует предоставление кредита участникам системы или клиринговой организации для покрытия убытков или кредитования временно неплатежеспособного участника системы. Таким образом, риск цепочки неплатежей не просто перераспределяется внутри круга участников рынка, но и частично снимается с участников рынка и перекладывается на внешнего гаранта. Внешним гарантом может быть консорциум крупных банков или финансовых компаний. Однако самым надежным вариантом является привлечение в качестве гаранта соответствующего Центрального банка.

Вышеуказанные механизмы контроля и управления рисками могут применяться на различных рынках в разных сочетаниях - вместе и по одному.

ГЛАВА 14. ОСОБЕННОСТИ СОВРЕМЕННОГО СОСТОЯНИЯ ФОНДОВОГО РЫНКА УЗБЕКИСТАНА И ПЕРСПЕКТИВЫ ЕГО РАЗВИТИЯ

Последующее рассмотрение хроники отечественного фондового рынка в ее взаимосвязи с принимаемыми нормативными документами (глава 51) убедительно покажет, что в Узбекистане в этой области за короткий период времени были достигнуты значительные успехи прежде всего в части создания законодательной базы. К 2000 году в республике было принято 8 законов, 8 Указов Президента, 22 правительственных постановления, около 90 различных нормативных документов Центра по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг при Госкомимуществе, Министерства финансов и Центрального банка республики, непосредственно регулирующих фондовый рынок. Созданный таким образом нормативный фундамент позволил обеспечить становление субъектов рынка

- эмитентов, инвесторов, инвестиционных институтов, фондовой биржи, их количественное и качественное развитие.

В Узбекистане имеется стройная концепция развития фондового рынка. Теория рынка ценных бумаг в республике формируется на базе сложившейся внутренней практики хозяйствования, с учетом международного опыта развития фондовых рынков. При этом учитываются рекомендации различных солидных международных организаций - таких, как Всемирный банк, Международная финансовая корпорация, Европейский банк реконструкции и развития, "Группа тридцати" (международная организация, которая рекомендовала всем странам, начинающим создавать свои рынки ценных бумаг, единые классические подходы и правила). Выполнение этих рекомендаций позволяет Узбекистану избежать тех ошибок, которые в свое время допускали развитые страны при создании систем своих фондовых рынков. Поэтапное и последовательное претворение в жизнь этой концепции позволило добиться ощутимых результатов.

В то же время анализ построения системы фондового рынка в развитых странах, опыт ее создания в странах СНГ показывают, что его слепое копирование и некритическое использование подходов невозможно в нашей республике. Например, в западных странах некоторые институты и механизмы связаны с обслуживанием ценных бумаг, выпущенных два столетия назад и до сих пор находящихся в обращении. В России инфраструктура фондового рынка долгое время в значительной степени была ориентирована на временные факторы: ваучеры и чековые инвестиционные фонды. Есть и другие особенности в правовой, организационной, технологической и прочих областях, где прямое заимствование принесло бы больше вреда, чем пользы. Поэтому для создания необходимых республике форм организации фондового рынка были использованы классические принципы его построения, но с учетом национального менталитета, применены решения, основанные на методологии собственного пути Узбекистана по переходу к рыночной экономике.

Все выпускаемые в обращение ценные бумаги регистрируются в Центре по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг при Госкомимуществе, где эмитенты подвергаются тщательнейшей проверке на предмет реального функционирования и возможного мошенничества по отношению к акционерам, а профессиональные участники - лицензируются.

Большинство акционерных обществ Узбекистана создано на базе государственных предприятий, и имеют реальную материальную базу, основной и оборотный капиталы. Подавляющее большинство акционерных обществ - это предприятия производственного направле-

ния, выпускающие реальную продукцию.

В период широкомасштабной приватизации на соответствующем этапе развития фондового рынка (1995-1998 г.г.) были созданы самые благоприятные условия для отечественных и иностранных участников в части налогового законодательства. Участники рынка ценных бумаг с июля 1995 г. были полностью освобождены от налогов на операции с ценными бумагами. Относительно низкий налог (всего 0,1 процента от суммы эмиссии) взимается при регистрации эмиссии ценных бумаг. На срок от двух с половиной до трех лет были освобождены от налогов "capital gane" - то есть доходы от роста курсовой стоимости ценных бумаг и дивиденды. Льготный режим налогообложения участников рынка ценных бумаг привел к существенному повышению мотиваций к покупке акций инвесторами, увеличению дилерских операций, упрощению процедуры совершения сделок.

В Узбекистане на рынке корпоративных ценных бумаг до 2000 года преобладающим являлся первичный рынок акций приватизируемых предприятий, в связи с чем цены на акции значительного количества средних и крупных предприятий не завышены относительно стоимости представляемого ими реального капитала.

Годы независимости серьезно повысили инвестиционный потенциал населения Узбекистана. За короткий период времени создано около четырех тысяч самых разных по величине и отраслевой принадлежности акционерных обществ, выпустивших миллионы акций. Успешно функционируют 5 учебных центров по подготовке кадров для рынка ценных бумаг, в которых подготовлено более 3000 специалистов фондового рынка, составляющих кадровую основу нескольких сотен действующих инвестиционных институтов, сеть которых развернута по всей республике.

Очень важным является и то, что вопросы становления фондового рынка постоянно находятся в зоне пристального внимания Президента и правительства Узбекистана. Хроника становления законодательства в области рынка ценных бумаг республики является лучшим тому подтверждением (глава 51).

Институциональная структура фондового рынка построена на территориальном и отраслевом принципах. Стержнем территориального построения системы фондового рынка являются главные институты фондового рынка - Госкомимущество, Центр по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг, Министерство финансов, Центральный банк, Республиканская фондовая биржа "Тошкент", Национальный депозитарий "ВАКТ", неправительственное Агентство по оказанию консультационно-аудиторских

и информационных услуг участникам рынка ценных бумаг ("Консаудитинформ"). Все эти организации имеют свои подразделения в каждой области республики и осуществляют через них свои функции в регионах. Они являются своеобразным скелетом национальной институциональной системы фондового рынка.

Постепенно увеличиваются обороты Республиканской фондовой биржи. Силами отечественных программистов на РФБ "Тошкент" внедрена и действует компьютерная система биржевых торгов, значительно повышающая их культуру, отвечающая современным требованиям, создающая значительные удобства брокерам в процессе торговли. Сама биржа проводит торги в современном операционном зале, оснащенном специальным биржевым оборудованием.

Важным достижением отечественного фондового рынка можно считать и создание Национального, а в последующем Центрального депозитариев, представляющих вместе с другими депозитариями общегосударственную систему хранения и учета прав на ценные бумаги, сокращающую общественные и индивидуальные издержки по изготовлению и обращению ценных бумаг, позволяющую государству осуществлять предварительный и последующий контроль за соблюдением действующего законодательства. В отличие от стран ближнего и даже дальнего зарубежья единая двухуровневая депозитарная система позволяет осуществлять учет, хранение и перемещение ценных бумаг не только в наличной, но и в безналичной формах (в виде записей по счетам "депо"). Такая система является гарантом сохранности ценных бумаг для инвесторов.

Особая роль Госкомимущества. В период с 1991 по 1996 г. основным органом, регулирующим как биржевой, так и внебиржевой рынок ценных бумаг в Узбекистане, являлось Министерство финансов. Именно за ним были закреплены контролирующие и регулирующие функции на фондовом рынке. Однако начиная с 1996 г. в качестве главного организатора и координатора усилий различных органов в этой сфере выступает Государственный Комитет Республики Узбекистан по управлению государственным имуществом и поддержки предпринимательства (Госкомимущество), являясь прежде всего поставщиком акций для фондового рынка, создателем институтов, причастных к нему (фондовых бирж, инвестиционных фондов, консалтинговых компаний, депозитариев и т.д.), выполняя функции держателя принадлежащих государству акций в капитале акционерных обществ, созданных в процессе приватизации. Орган, функционирующий при Госкомимуществе, осуществляет лицензирование профессиональных участников фондового рынка и контроль за их деятельностью.

Госкомимущество также разрабатывает государственные программы приватизации, определяет основные направления и формы привлечения, а также использования иностранных инвестиций в создании инвестиционных фондов, вносит на рассмотрение правительства предложения о порядке распределения и использования средств, поступающих от разгосударствления, лоббирует проведение и принятие законов по совершенствованию регулирования рынка ценных бумаг, осуществляет постприватизационную поддержку созданных на базе государственных предприятий акционерных компаний. Госкомимуществом за короткий период времени (с 1994 по 2000 г.г.) в соответствии с разработанной программой в акционерные общества преобразовано свыше 5 тысяч государственных предприятий. Все это свидетельствует о значительной роли Госкомимущества в становлении фондового рынка.

Дальнейшее развитие рынка ставит перед учеными и экономистами все более сложные вопросы и задачи. Главная из них - создание вторичного фондового рынка, по уровню развития которого обычно судят о рынке ценных бумаг в целом. Именно на решении этой проблемы должны быть сконцентрированы усилия органов государственного управления рынка ценных бумаг, институтов его инфраструктуры, теоретиков и практиков всех рангов.

Развитие вторичного рынка связано с решением двух главных проблем. Первая проблема - существенное повышение ликвидности ценных бумаг и прежде всего акций. Именно благодаря этому свойству на ведущих фондовых биржах мира по ценным бумагам одного и того же эмитента ежедневно может совершаться огромное количество сделок. Даже незначительное изменение курсовой стоимости ценной бумаги в настоящее время вызывает резкое повышение внимания к ней как "игроков", так и биржевых контролеров, а заодно и органов, ответственных за состояние рынка ценных бумаг.

Относительная устойчивость курсов акций может поддерживаться так называемыми маркет-мейкерами - биржевыми дилерами, которые "отвечают" за данную ценную бумагу на фондовой бирже, однако такое поддержание курса всегда ограничено финансовыми возможностями маркет-мейкера и применяется лишь тогда, когда изменение курса связано с конъюнктурными факторами.

Главным же образом ликвидность ценных бумаг зависит от финансового состояния эмитентов - чем более стабильнее и рентабельнее предприятие-эмитент, тем смелее его акции покупаются очередным инвестором или посредником. Акции предприятия, в котором "сомневаются", покупаются куда труднее и нерешительней.

Опыт стран Латинской Америки и особенно Юго-Восточной Азии

наглядно показывает, что только после достижения внутренней ликвидности акций национальных корпораций, оживления торговли на национальном рынке ценных бумаг пробуждается интерес к этим акциям серьезных иностранных инвесторов, начинается процесс интеграции местного фондового рынка в международный.

Отечественный первичный рынок характеризуется прежде всего тем, что на нем выставляются акции бывших государственных предприятий, преобразованных в акционерные общества. Сложность ситуации состоит в том, что в процессе приватизации предприятия потеряли значительные оборотные средства только лишь на то, чтобы сменить форму собственности. Предприятия, преобразуемые в акционерные общества, несут определенные расходы по подготовке учредительных документов, оценке стоимости имущества, всевозможные расходы по изготовлению бланков акций, на регистрацию их в депозитариях, выплачивают значительные комиссионные брокерам, фондовой бирже. В 1995-1997 г.г. наблюдалась значительная иммобилизация оборотных средств эмитентов на покупку своих акций сотрудникам (которые, как правило, затягивали погашение своих долгов на долгие месяцы или даже годы), а также на покупку пакета собственных акций, выставляемых на свободную продажу на фондовой бирже, а иногда через другие каналы реализации.

По этой причине в постприватизационный период нельзя ожидать от значительного числа акционерных обществ ни высоких дивидендов, ни хорошей ликвидности акций. Потребуется время, чтобы бывшие госпредприятия, преобразованные в акционерные общества, приспособились к работе в рыночных условиях и восстановили свое финансовое положение. В целях поддержки таких акционерных обществ государство пошло на беспрецедентный шаг. В соответствии с Указом Президента Республики Узбекистан от 4 марта 1998 г."О мерах по дальнейшему развитию фондового рынка и поддержке акционерных обществ, созданных на базе государственной собственности" в период до 1 января 1999 года выручка от реализации акций, предназначенных для свободной продажи и иностранным инвесторам, передавалась в полном объеме (за вычетом операционных расходов) на безвозмездной основе акционируемым предприятиям. Эти средства не подлежали налогообложению, но должны были быть использованы по целевому назначению на реновацию и обновление выпускаемой продукции.

Второй глобальный вопрос - вопрос о раскрытии (разглашении) информации о ценных бумагах и их эмитентах. Сегодня - это один из самых сложных участков работы на фондовом рынке. Привлечение средств на развитие экономики через выпуск и реализацию акций

предполагает реализацию важного условия. Население и организации, у которых имеются свободные деньги, должны располагать исчерпывающей информацией о том, кто является учредителями акционерного общества, в которое они собираются инвестировать, какого профиля эмитент, какую продукцию он производит, каковы его обороты, доходы, прибыль, взаимоотношения с кредиторами и, наконец, самое важное - какие дивиденды акционерное общество выплачивало в предыдущие годы. Вся эта информация должна отражаться в проспекте эмиссии ценных бумаг, который, как известно, каждое акционерное общество сегодня обязано зарегистрировать и опубликовать перед распространением своих акций.

Между тем публикуемые в настоящее время проспекты эмиссии пока не дают потенциальному инвестору необходимой полезной информации, достаточной для того, чтобы он определился в вопросе о покупке ценных бумаг. Информации этой недостаточно также и для специалистов в области инвестирования. На такой базе крайне сложно вывести какие-либо тенденции, зависимости, перспективы и привлечь тем самым внимание потенциального акционера.

К сожалению, в республике пока не все акционерные компании стремятся к тому, чтобы их акции котировались на фондовой бирже. Постоянно находиться в поле зрения общественности очень сложно, ведь в этом случае приходится выдерживать достаточно высокий уровень финансового состояния. С другой стороны, значительная часть руководителей акционерных обществ не имеет серьезных программ развития, живет сегодняшним днем и не рискует принять участие в проектах модернизации, которые при совершении ошибок и неумелых действиях могут привести к непредсказуемым последствиям. Естественно, такие предприятия не заинтересованы в дополнительной рекламе своих акций в форме их постоянных котировок на фондовой бирже.

Особое внимание сегодня необходимо уделить информированности населения и институциональных инвесторов о тех акционерных обществах, чьи акции выставляются на продажу, результатах их текущей деятельности и перспективах развития. Центром по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг принимаются решительные меры по выполнению требований законодательства об обязательной публикации эмитентом результатов своей деятельности. Результативности данной работы во многом содействует Закон "О механизме функционирования рынка ценных бумаг," в соответствии с 31-й статьей которого неопубликование или несвоевременное опубликование информации об эмитентах и ценных бумагах, отчетов влечет за собой наказание - штраф в размере 70-кратной суммы минимальной заработной платы.

Условием успешной реализации акций акционерных обществ, созданных в результате приватизации, является заблаговременная публикация в прессе, по телевидению и радио сообщений о списках акционерных обществ, акции которых в ближайшие 2-4 недели будут продаваться, с указанием места, формы продажи и возможностей принять участие в аукционе любого заинтересованного в этом лица.

Начиная с 1997 года рынок ценных бумаг в Узбекистане развивается в соответствии со специально разрабатываемыми программами. Первой такой программой была "Программа развития рынка ценных бумаг Узбекистана на 1997 год и на период до 2000 года". Значительное количество пунктов программы было выполнено. Ряд намеченных мероприятий в отмеченном периоде реализовать не удалось. В 1999 году Центром по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг при содействии заинтересованных организаций была разработана Программа укрепления и развития рынка ценных бумаг в 2000-2005 годах в Республике Узбекистан, которая включила в себя невыполненные положения предыдущей программы. Новая программа состоит из трех разделов.

В *первом разделе* рассматриваются основы, цели и принципы государственной политики на рынке ценных бумаг. К основным целям государственной политики на рынке ценных бумаг относятся:

- создание и обеспечение эффективного механизма функционирования, привлечения инвестиций в частный сектор отечественной экономики и прежде всего в приватизированные предприятия;
- создание надежных механизмов и финансовых инструментов инвестирования средств населения в фондовые ценности;
- финансирование дефицита государственного бюджета на основе связанных с рынком ценных бумаг методов;
- перестройка системы управления приватизированными предприятиями и создание института "эффективного собственника", повышение дисциплинирующего воздействия рынка ценных бумаг на администрации отечественных компаний;
- предотвращение нарушений законодательства о рынке ценных бумаг и защита прав и интересов инвесторов и т.д.

К числу важнейших принципов государственной политики на рынке ценных бумаг программа относит принцип сочетания государственного регулирования и саморегулирования фондового рынка, который предполагает постепенное делегирование государством своих регулятивных функций саморегулируемым организациям, а также принцип ориентации на международные стандарты и учета тенденции глобализации финансовых рынков, означающий следование рекомендациям IOSCO и "Группы тридцати".

В программе рынок ценных бумаг рассматривается в контексте с национальными интересами, предполагающими обеспечение финансовой безопасности инвестиций граждан путем формирования надежных и долгосрочных финансовых инструментов для инвестирования сбережений населения, развитие сотрудничества с первоклассными мировыми финансовыми институтами для привлечения консервативных иностранных инвесторов, стимулирование выхода ценных бумаг узбекских эмитентов на международные рынки капиталов.

Предполагается продолжить использование различных инструментов фондового рынка в процессах разгосударствления и приватизации. В частности, в предстоящем периоде получит дальнейшее развитие система предоставления Госкомимуществом ПИФам специального государственного кредита, выдаваемого в виде отсрочки платежа за акции приватизируемых предприятий, приобретаемых ПИФами на специализированных аукционах. Одновременно 2000-2005 годы станут для действующих ПИФов периодом погашения специального государственного кредита и расчетов с государством, после чего большинство из них, очевидно, будет реорганизовано в обычные инвестиционные фонды, инвестиционные компании, финансово-промышленные группы. В период 2000-2005 г.г. основным источником доходов акционеров по акциям фондов должен стать рост курсовой стоимости акций, при этом удельный вес реинвестируемой прибыли будет увеличиваться.

Важное место в рассматриваемом разделе программы уделено выбору модели рынка ценных бумаг в Республике Узбекистан. При этом предполагается формирование собственной модели рынка ценных бумаг на основе национальных интересов, традиций и принципов развития. Структура модели будет состоять из двух уровней: вертикального и горизонтального. Вертикальный уровень, объединяющий рыночные структуры, призван обеспечить взаимодействие профессиональных участников рынка ценных бумаг. Горизонтальный - затрагивает отношения между клиентами и обслуживающими их профессиональными участниками фондового рынка.

К задачам, решаемым на горизонтальном уровне, относятся:

- формирование рыночных цен на ценные бумаги;
- осуществление первичного распределения ценных бумаг;
- развитие вторичного рынка ценных бумаг;
- формирование контрольных пакетов акций;
- разукрупнение пакетов ценных бумаг;
- допуск к накопленной или текущей информации об изменении курсов ценных бумаг, о ценообразовании, спросе и предложении, курсах валют, а также получении другой экономической ин-

формации;

- использование информационной среды для формирования стабильной обстановки на рынке;
- производство денежных расчетов по операциям с ценными бумагами;
- автоматизация статистической и бухгалтерской отчетности;
- анализ и контроль неадекватного изменения курсов ценных бумаг;
- осуществление коммерческих сделок;
- работа с экспертными системами и др.

Для решения этих задач, возможно, потребуется создание структур, которые будут осуществлять некоторые относительно новые виды операций с ценными бумагами.

Второй раздел программы посвящен государственному регулированию рынка ценных бумаг. В нем рассматриваются принципы и структура государственного регулирования фондового рынка, основные его направления, вопросы надзора за деятельностью участников рынка ценных бумаг, защиты интересов государства и субъектов рынка ценных бумаг и т.п.

К числу основных принципов государственного регулирования относятся:

- функциональное регулирование в сочетании с институциональным регулированием по вопросам контроля и надзора за деятельностью профессиональных участников фондового рынка;
- использование механизмов саморегулирования рынка, создаваемых при помощи государства и под его контролем;
- распределение полномочий по регулированию рынка между различными органами исполнительной власти;
- приоритет в защите мелких инвесторов и населения, всех форм коллективных инвестиций при развитии системы регулирования рынка;
- приоритет в развитии инфраструктурных организаций;
- максимальное снижение и разделение рисков;
- поддержка конкуренции на рынке;

Основные направления государственного регулирования рынка ценных бумаг будут сводиться к надзору за деятельностью участников рынка ценных бумаг, раскрытию информации, совершенствованию учета и отчетности участников рынка ценных бумаг, подготовке и переподготовке специалистов фондового рынка.

Особо важное место в этом разделе программы уделяется вопросам создания условий и механизма выхода на мировые фондовые рынки, что предусматривает: установление удаленного доступа к торговле ценными бумагами отечественных и зарубежных эмитен-

тов путем подключения к глобальной сети "Интернет", а также через членство отечественных инвестиционных институтов в электронных внебиржевых торговых системах типа "NASDAQ" и др., частное размещение ценных бумаг зарубежных эмитентов среди отечественных инвесторов во внебиржевых торговых системах, а также включение в листинг РФБ "Тошкент". В особом ряду стоит взаимодействие с международными организациями и зарубежными инвестиционными институтами, включающее: вступление РКП "Элсиклиринг" в Евроклир (Euroclear), Центр поставки ценных бумаг СЕДЕЛ (CEDEL); вступление Агентства по нумерации ценных бумаг в Ассоциацию национальных агентств по нумерации "ANNA S.C." и получение соответствующего сертификата на право присвоения номеров по международному стандарту ISIN; вступление Центрального депозитария в Европейско-азиатское сообщество Центральных депозитариев и установление отношений с Депозитарно-трастовой компанией США (DTC) и т.п. Предполагается проведение работ по получению рейтинга международных рейтинговых агентств, включающее получение странового рейтинга кредитоспособности Республики Узбекистан, а также получение рейтинга отечественными эмитентами, осуществляющими размещение ценных бумаг на международных рынках капитала.

В части либерализации государственного регулирования рынка ценных бумаг, являющейся одним из компонентов взятого правительством курса на либерализацию экономики в целом, предусматривается передача отдельных регулятивных функций от государственных органов саморегулируемым объединениям участников рынка ценных бумаг, предоставление налоговых и других финансовых льгот для эффективного осуществления деятельности на рынке, повышение уровня информационной прозрачности. Например, совершенствование системы налогообложения операций с ценными бумагами должно развиваться по следующим направлениям:

- унификация ставок налогов и принципов налогообложения в отношении инструментов финансового и фондового рынков и деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг;
- включение в состав затрат в целях налогообложения отрицательных разниц, образующихся при падении цен на ценные бумаги, приобретенных субъектами фондового рынка;
- отказ от установления налоговых льгот по отдельным видам ценных бумаг;
- освобождение от двойного налогообложения всех форм коллективных инвестиций;
- отказ от двойного налогообложения нерезидентов, инвесторов

и финансовых институтов, действующих в качестве посредников на узбекском рынке ценных бумаг;

- создание льготного налогового режима для некоммерческих организаций, выполняющих функции инфраструктуры узбекского рынка ценных бумаг;

- отказ от любых видов налогов, сборов и платежей во внебюджетные фонды с оборота ценных бумаг;

- налоговое стимулирование долгосрочных инвестиций и капитализации прибылей инвесторов.

В *третьем разделе* программы рассматриваются основные этапы и направления укрепления и развития рынка ценных бумаг Узбекистана, в частности вопросы совершенствования нормативно-правовой базы, институционального развития рынка ценных бумаг, совершенствования деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг, расширения видов фондовых инструментов.

В частности, предполагается продолжение работы по разработке новых и совершенствованию действующих нормативных актов, предусматривающих:

- создание разнообразных форм компенсаций, систем взаимных гарантий и страхования на рынке ценных бумаг в целях снижения рисков при осуществлении инвестиций в ценные бумаги;

- повышение требований к профессиональной компетентности лиц, занимающих ведущие должности в организациях - профессиональных участниках рынка;

- стимулирование концентрации торговли ценными бумагами на организованных рынках;

- внедрение системы "электронной подписи" при осуществлении операций с ценными бумагами и т.д.

Для выполнения указанных направлений совершенствования нормативно-правовой базы рынка ценных бумаг предполагается разработать проекты Законов "О государственных и муниципальных ценных бумагах", "О страховании рисков, связанных с операциями на рынке ценных бумаг", "О саморегулируемых организациях на рынке ценных бумаг", "О раскрытии информации участниками рынка ценных бумаг", "О негосударственном пенсионном обеспечении", а также проекты Положений "Об инвестиционных консультантах", "О деятельности учебных центров по подготовке специалистов рынка ценных бумаг", "О проверках деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг", "Об инвестиционных компаниях", "О кастодиальной деятельности на рынке ценных бумаг", "О залоге прав на ценные бумаги", "О деятельности номинальных держателей ценных бумаг", "О деятельности маркет-мейкеров на рынке ценных

бумаг", "О бухгалтерском учете операций с ценными бумагами в инвестиционных институтах" и некоторые другие.

Институциональное развитие рынка ценных бумаг предполагает формирование системы институциональных инвесторов, создание организации по нумерации ценных бумаг, оказанию андеррайтинговых, трансферт-агентских, кастодийных, рейтинговых и страховых услуг на рынке ценных бумаг, создание единой национальной ассоциации профессиональных участников рынка ценных бумаг, а в последующем вычленение из нее самостоятельных объединений брокеров-дилеров, депозитариев, инвестиционных фондов и т.д. Предусмотрено преобразовать РФБ "Тошкент" в саморегулируемую организацию, адаптировать отечественные стандарты финансовой отчетности акционерных обществ международным требованиям (GAAP, IAS) в целях их соответствия условиям листинга на зарубежных фондовых биржах.

Совершенствование деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг предполагает существенное изменение функционирования его основных институтов. Например, на РФБ "Тошкент" предусмотрено: создание универсальной торговой системы, позволяющей проводить непрерывный двойной аукцион на WEB-технологии в течение одной торговой сессии, а также перейти на проведение двух торговых сессий (утренняя - с 9.00 до 13.00 и дневная - с 14.00 до 18.00) в течение одного рабочего дня; внедрение системы двусторонней сверки условий заключенных сделок с ценными бумагами согласно международным стандартам в срок T+1; создание фондового индекса биржи; привлечение акций высокодоходных акционерных обществ в листинг биржи; организация специальных торговых площадок по торговле государственными, муниципальными и производными ценными бумагами; образование сети маркет-мейкеров с закреплением за ними акций, по которым они будут обязаны производить двойную котировку в течение дня, предусмотрев при этом для маркет-мейкеров систему налоговых и других льгот; создание автоматизированной системы взаимодействия и документооборота между основными участниками биржевого рынка: Центральным депозитарием, расчетно-клиринговой организацией, брокерами-дилерами, позволяющей производить комплекс услуг по обращению различных финансовых инструментов в электронном режиме.

Деятельность Центрального депозитария будет развиваться в направлении: обеспечения бесперебойной работы по обслуживанию торговых систем; установления корреспондентских отношений с депозитариями второго уровня; присоединения ко всемирной меж-

банковской финансовой телекоммуникационной сети SWIFT; обеспечения ввода в действие дублирующей территориально удаленной базы данных; переоборудования систем хранилищ в соответствии с международными стандартами; обеспечения унификации документооборота в депозитариях, обращения ценных бумаг в депозитарной системе с присвоением уникального кода.

Совершенствование деятельности расчетно-клиринговой палаты "Элсис-Клиринг" предполагается осуществлять в направлении внедрения системы "ежедневного исполнения", позволяющей производить исполнение сделок через два рабочих дня после заключения сделки, в день Т+3; осуществление денежных платежей, связанных с исполнением сделок по ценным бумагам и обслуживанием портфелей ценных бумаг единообразно, по всем финансовым инструментам и рынкам на основе соглашения о зачислении фондов "в тот же день"; обеспечение исполнения сделок с ценными бумагами в строгом соответствии с принципом "поставка против платежа", что позволит уменьшить риски потерь из-за несовпадения моментов поставки и платежа сторонами сделки; внедрения механизма выдачи ссуды или займа в виде ценных бумаг, позволяющего устранить срывы поставок по сделкам с ценными бумагами и обеспечить своевременное исполнение обязательств сторон по сделке.

Государственная инвестиционная компания "Давинком" будет проводить операции по размещению акций приватизируемых предприятий на международных рынках капитала через свои филиалы, которые будут открыты в крупнейших финансовых центрах мира, и вступать в члены зарубежных фондовых бирж; организовывать выпуски и размещение производных ценных бумаг на акции приватизируемых предприятий в иностранной валюте на международных рынках капитала, постепенно расширяя сферы деятельности, в том числе андеррайтинга, позволяющего обеспечить гарантированное размещение акций первичной и последующих эмиссий приватизируемых предприятий. Программа предусматривает также серьезные нововведения в деятельности других инвестиционных институтов - таких, как инвестиционные посредники, приватизационные инвестиционные фонды, реестродержательские компании и т.п.

В 2000-2005 годах предполагается осуществить расширение и внедрение новых видов фондовых инструментов и, в частности, активизировать выпуск корпоративных облигаций предприятий и банков в сумах и СКВ для размещения на отечественном рынке и за рубежом; конвертируемых в акции облигаций и других видов ценных бумаг. На рынке государственных ценных бумаг главное внимание будет уделено развитию конкуренции между дилерами и стабилизации до-

ходности на первичном и вторичном рынках. Основной задачей дальнейшей организации и развития рынка государственных ценных бумаг является установление размера дефицита государственного бюджета и потребностей в инвестициях. Будут сделаны шаги в сторону выпуска муниципальных облигаций под конкретные проекты развития муниципального хозяйства (строительство дорог, базаров и других платных объектов муниципалитета). В предстоящем периоде намечено осуществить ряд мер по развитию производных ценных бумаг, а именно:

- усовершенствовать нормативно-правовую базу деривативов;
- осуществить выпуск и размещение депозитарных расписок на акции отечественных акционерных обществ, эмитируемых в СКВ, для обращения на зарубежных рынках;
- выпуск и размещение опционов, базовыми активами которых будут акции акционерных обществ и ГКО;
- выпуск и размещение фьючерсов на контракты на поставку определенных видов товаров, обращающихся на отечественном рынке;
- выпуск и размещение опционов и фьючерсов на фондовые индексы РФБ "Тошкент", а также хлопковый индекс и валютный курс доллара США к суму.

ОСНОВНЫЕ ПОНЯТИЯ И ТЕРМИНЫ

рынок ценных бумаг
обращение ценных бумаг
общая инфраструктура рынка
специальная инфраструктура рынка
роль рынка ценных бумаг
первичный рынок ценных бумаг
вторичный рынок ценных бумаг
биржевой рынок ценных бумаг
внебиржевой рынок ценных бумаг
внебиржевой организованный рынок
прибиржевые рынки ценных бумаг
неорганизованный рынок
региональный рынок ценных бумаг
национальный рынок ценных бумаг
международный рынок ценных бумаг
рынок акций
рынок облигаций
рынок депозитных сертификатов
рынок векселей
стихийная торговля
простой аукцион
голландский аукцион
организованный рынок
индивидуальные инвесторы
институциональные инвесторы
инвестиционные институты
органы контроля за фондовым рынком
эмиссия ценных бумаг
открытое (публичное) размещение
закрытое (частное) размещение
договор купли-продажи
сверка параметров сделки
клиринг
двусторонний взаимозачет
многосторонний взаимозачет
открытая позиция
закрытая позиция
длинная позиция
короткая позиция
неттинг
новэйшн
заключение сделки
исполнение сделки
кассовая сделка

двойной аукцион
онкольный рынок
непрерывный аукционный рынок
дилерский рынок
эмитенты
инвесторы
срочная сделка
принцип "ППП"
поставка ценных бумаг
риск потери основной суммы долга
риск ликвидности
"группа тридцати"

НОРМАТИВНЫЕ ДОКУМЕНТЫ

1. "О ценных бумагах и фондовой бирже". Закон Республики Узбекистан. Принят 2 сентября 1993 г. Раздел II.

2. "О механизме функционирования рынка ценных бумаг". Закон Республики Узбекистан. Принят 25 апреля 1996 года. Раздел I.

3. "О дополнительных мерах по развитию рынка ценных бумаг". Указ Президента Республики Узбекистан от 7 сентября 1995 г.

4. "О дополнительных мерах по развитию рынка ценных бумаг и расширению участия иностранных инвесторов на фондовом рынке республики". Указ Президента Республики Узбекистан от 31 марта 1997 г.

5. "О мерах по дальнейшему развитию фондового рынка и поддержке акционерных обществ, созданных на базе государственной собственности". Указ Президента Республики Узбекистан от 2 октября 1998 года.

6. О мерах по упорядочению функционирования и дальнейшему развитию рынка ценных бумаг в республике. Постановление Кабинета Министров Республики Узбекистан № 351 от 7 сентября 1995 г.

7. Положение о Государственном комитете Республики Узбекистан по управлению государственным имуществом и поддержки предпринимательства (Приложение № 3 к постановлению Кабинета Министров Республики Узбекистан № 171 от 29 марта 1994 года).

8. Положение о порядке совершения и регистрации сделок с ценными бумагами на территории Республики Узбекистан. (Приложение № 2 к Постановлению Кабинета Министров Республики Узбекистан № 285).

ЛИТЕРАТУРА

1. Каримов И.А. Узбекистан по пути углубления экономических реформ. Часть 2. Задачи и приоритеты второго этапа экономических реформ. - Ташкент: Узбекистон, 1995.

2. Каримов И.А. Узбекистан на пороге XXI века: угрозы безопасности, условия и гарантии прогресса (раздел "Становление рыночных отношений и формирование класса собственников"). - Ташкент: Узбекистон, 1997.

3. Алексеев В.А. Рынок ценных бумаг. - М.: Финансы и статистика, 1993.

4. Алехин Б.И. Введение в фондовые операции. - М.: Финансы и статистика, 1991.

5. Рынок ценных бумаг и его финансовые институты. Учебное пособие под ред. В.С.Торкановского. - Санкт-Петербург: АО "Комплект", 1994.

6. Тьюлз Дж., Бредли Э., Тьюлз М. Фондовый рынок. Университетский учебник. - М.: Инфра-М, 1997.

7. Ценные бумаги в России и работа с ними. Под ред. Атаманчука Л.В.,

Будакова Д.Ю., Демушкина Е.С. - М.: АО "Авиаиздат", 1994.

8. Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок. - М.: Перспектива,1995.

9. Программа развития рынка ценных бумаг Узбекистана на 1997 год и на период до 2000 года. // Информационный бюллетень "Обзор финансового рынка Узбекистана", 1997. - № 2 и № 3.

10. Развитие и организация рынка ценных бумаг в России. - Франкфурт-на-Майне: Общество содействия развитию бирж и финансовых рынков в Средней и Восточной Европе, 1993.

11. Финансово-кредитный словарь в 3-х т. Под ред. В.Ф.Гарбузова, Н.В. Гаретовского. - М.: Финансы и статистика, 1984-1988.

12. Фондовый портфель. Книга эмитента, инвестора, акционера. Книга биржевика. Книга финансового брокера. - М.: Соминтэк, 1992.

13. Кузнецов С.Ю. Рынок ценных бумаг Германии. // Деньги и кредит, 1992. - № 12.

14. Миркин Я.М. Структура и участники рынка ценных бумаг. // Деньги и кредит, 1992. - № 9 и № 10.

15. Иванов А.Н. Обращение и регистрация ценных бумаг. М.: Инфра-М, 1996.

РАЗДЕЛ III. АКЦИОНЕРНОЕ ОБЩЕСТВО КАК СУБЪЕКТ ФОНДОВОГО РЫНКА

ГЛАВА 15. АКЦИОНИРОВАНИЕ И ЕГО ОСОБЕННОСТИ В УСЛОВИЯХ МАССОВОЙ ПРИВАТИЗАЦИИ

Приватизация - приобретение у государства физическими лицами и негосударственными юридическими лицами объектов государственной собственности или акций государственных акционерных обществ.

Приватизация является объективно необходимым процессом, характерным для стран, осуществляющих прогрессивные политические, экономические и социальные преобразования в целях всестороннего оздоровления общества. В Узбекистане приватизация началась в ноябре 1991 года, когда был принят Закон "О разгосударствлении и приватизации". Государственные предприятия преобразовывались в частные предприятия, общества с ограниченной ответственностью, арендные предприятия и акционерные общества, при этом первоначально какого-либо серьезного влияния на рынок ценных бумаг этот процесс оказать не мог, поскольку создававшиеся предприятия новых форм собственности не выпускали и не продавали ценные бумаги, за исключением акционерных обществ. Последние же создавались как общества закрытого типа, где акции распределялись в такой пропорции: 51% - государству и 49% - членам трудового коллектива. Если член трудового коллектива желал продать свои акции, он должен был получить на это разрешение общего собрания акционеров, которое, как правило, собиралось не чаще одного раза в год, и, таким образом, возможность отчуждения акций, а тем самым совершения сделки купли-продажи ценных бумаг была практически сведена к минимуму.

С принятием январского и мартовского (1994 г.) Указов Президента Республики Узбекистан приоритетными направлениями процесса разгосударствления и приватизации были признаны создание на базе государственных предприятий акционерных обществ открытого типа, преобразование уже созданных акционерных обществ закрытого типа в акционерные общества открытого типа с одновременным сокращением доли акций, принадлежащих государству, организация фондовой биржи и размещение на ней акций приватизируемых предприятий, широкое вовлечение населения в процесс экономических реформ посредством развития рынка ценных бумаг, и с целью уменьшения риска потерь от неэффективных вложений населением своих средств в акции - создание системы инвестиционных фондов.

При формировании уставных капиталов акционерных обществ от-

крытого типа, создаваемых в процессе преобразования государственных предприятий, предусматривалось формировать следующие пакеты акций: государства, трудового коллектива, иностранного партнера, свободной реализации на фондовых биржах и других рынках ценных бумаг.

Именно с весны 1994 года в Узбекистане началась широкомасштабная приватизация, предполагающая в короткий срок акционирование целых комплексов и групп предприятий государственной формы собственности.

Программа широкомасштабной приватизации преследовала следующие цели: *политические*, направленные на вовлечение и участие в процессе экономического преобразования общества широких слоев населения; *социальные*, заключающиеся в поиске способов справедливого раздела собственности путем размещения пакетов акций среди определенных групп различных категорий инвесторов; *экономические*, обеспечивающие приватизацию значительного числа предприятий ускоренными темпами в интересах развития рынка и конкуренции в экономике.

Приватизация в Узбекистане имеет свои особенности. Прежде всего она отличается своей поэтапностью.

Первый этап (1992-1993 г.г.). Он характеризуется приватизацией жилья, передачей сельскому населению в личное пользование под подсобные приусадебные хозяйства земельных участков (так называемая "малая" приватизация). В период "малой" приватизации были преобразованы в коллективные предприятия и акционерные общества закрытого типа малые и средние объекты таких отраслей, как "Махаллий саноат" (местная промышленность), "Узбытсоюз" (бытовое обслуживание), "Узбексавдо" (торговля), с предоставлением льгот трудовым коллективам.

Второй этап (1994-1998 г.г). На этом этапе в процесс приватизации были вовлечены тысячи средних и крупных предприятий, причем приватизация шла путем преобразования государственных предприятий в акционерные общества открытого типа (широкомасштабная приватизация). Параллельно с акционированием получил широкое развитие малый бизнес. Именно в этот период благодаря массовому выпуску в обращение акций акционерных обществ, преобразуемых из государственных предприятий, были заложены основы соответствующего сегмента фондового рынка (рынка акций).

Третий этап (начался с 1998 г). Он характеризуется определением Кабинетом Министров республики перечня объектов государственной собственности, имеющих стратегически важное значение для народного хозяйства республики и не подлежащих приватизации. В настоящее время осуществляется процесс приватизации практичес-

ки всех объектов и предприятий, не вошедших в этот список. Разгосударствление и приватизация на современном этапе экономического развития отличается индивидуальным подходом в изменении формы собственности крупных стратегических государственных предприятий республики с привлечением международных технических и финансовых консультантов.

Во многих странах Восточной Европы и постсоветского пространства - таких, как Чешская, Словацкая республики, Польша, Россия, Казахстан, и других, массовая приватизация предполагала распределение среди населения акций государственных предприятий - либо бесплатное, либо за минимальную плату, как правило, путем раздачи ваучеров. ***Ваучеры - это сертификаты или предварительные свидетельства, которые распределяются среди населения и дают их владельцам право получить за них акции государственных предприятий, выставляемых на продажу с аукциона, либо внести их в инвестиционный фонд, предназначенный для выполнения посреднических функций по использованию ваучеров.***

В Узбекистане, несмотря на ряд настойчивых внутренних и внешних предложений направить приватизацию по пути ваучеризации, от такого метода отказались. Причины отказа состояли в следующем: во-первых, ваучеризация, предполагающая оценку стоимости государственного имущества и распределение его поровну среди всех членов общества, означала бы не соблюдение принципа социальной справедливости, а извращенную форму социалистической безликой уравниловки.[1]

Во-вторых, бесплатная раздача собственности не привела бы к заботе о ее сохранности и приумножению. То, что достается бесплатно, не так ценится, как то, что достается трудом. "Мы для себя сделали однозначный вывод - государственное имущество может быть преобразовано в другую форму собственности только путем продажи новому собственнику... Смысл такого подхода к разгосударствлению и приватизации был предельно прост: уйти от безликого "ваучеризированного" собственника и передать имущество тому собственнику, который сумеет правильно распорядиться переданным ему имуществом, обеспечить наибольшую эффективность его использования уже на первом этапе деятельности".[2]

Важным является и то, что такой подход позволяет направить средства, получаемые от приватизации, на поддержку самих предприятий, а также развитие малого и среднего бизнеса, использовать их для финансирования и кредитования приоритетных отраслей и направлений экономики.

[1] Каримов И.А. Узбекистан на пути углубления экономических реформ. - Ташкент: Узбекистан, 1995. - С.44.

[2] Там же. С.45.

Особенностью приватизации в Узбекистане является ее адресная направленность. Она является альтернативой различным методам раздачи собственности всем поровну и направлена на социальную защиту наиболее уязвимых слоев населения. Адресная направленность приватизации выражается в том, что в процессе приватизации жилья его бесплатно получили работники непроизводственной сферы - народного образования, здравоохранения, культуры и других бюджетных организаций. Кроме того, члены трудовых коллективов получили возможность выкупа акций своих предприятий на льготных условиях, а также возможность бесплатно пользоваться объектами социальной инфраструктуры. Льготный порядок приватизации имущества совхозов, ферм, садов и т.п. получили коллективы аграрных хозяйств.

Важнейшей особенностью приватизации в Узбекистане является и то, что значительная часть средств от разгосударствления идет на постприватизационную поддержку и развитие предпринимательства. На протяжении всего 2-го этапа денежные средства, поступившие в результате приватизации государственной собственности, аккумулировались на счетах специального внебюджетного фонда, а не направлялись в бюджет, как это имело место практически во всех странах постсоветского пространства. Дивиденды по государственной доле акций оставались в полном распоряжении приватизированных предприятий и направлялись на их реконструкцию и техническое перевооружение. Только в 1995 г. из централизованного внебюджетного фонда на постприватизационную поддержку и развитие предпринимательства было использовано 2,4 млрд. сумов и в распоряжение приватизированных предприятий по дивидендам, начисленным в счет государственной доли акций, 2,9 млрд. сумов было направлено на реновацию. Кроме того, в этот период 20 процентов поступлений от приватизации направлялись на кредитование приватизированных предприятий различных отраслей народного хозяйства.

В настоящее время в соответствии с постановлением Кабинета Министров Республики Узбекистан № 258 от 20 мая 1999 г. распределение средств от разгосударствления и приватизации, за исключением поступлений в иностранной валюте, которые распределяются в особом порядке, осуществляется Госкомимуществом республики ежемесячно в следующей пропорции:

40 процентов - в государственный бюджет как источник покрытия дефицита бюджета с целевым использованием указанных средств на финансирование инвестиционных проектов;

15 процентов - фонду поддержки частного предпринимательства (Бизнес-фонду);

15 процентов - Совету Министров Республики Каракалпакстан, хокимиятам областей и г. Ташкента для финансирования проектов социально-экономического развития, формирования институтов рыночной инфраструктуры;

3 процента - на расходы Госкомимущества РУз по реализации Государственной программы по приватизации, созданию и развитию инвестиционных и рыночных структур;

2 процента - на счет Госкомимущества РУз для покрытия затрат, связанных с осуществлением распорядительных и управленческих функций;

25 процентов - оставляется в распоряжении приватизируемых предприятий или предприятий, на балансе которых находится приватизируемая часть имущества с целевым использованием средств только на техническое перевооружение, модернизацию производства и пополнение оборотных средств.

Разгосударствление и приватизация государственной собственности осуществляется в соответствии с действующим законодательством на основании действующих программ, постановлений правительства. Разгосударствление и приватизация государственной собственности может осуществляться и вне программ - на основании заявок членов трудовых коллективов, негосударственных юридических и физических лиц. Так, право выступать с инициативой проведения разгосударствления и приватизации имеют граждане, негосударственные юридические лица Узбекистана и юридические лица других государств, трудовой коллектив и Госкомимущество. При этом учредителями акционерных обществ, создаваемых в результате преобразования государственных предприятий, выступают Госкомимущество и его территориальные подразделения, а также негосударственные юридические и физические лица, изъявившие желание вложить собственные средства в покупку акций.

Преобразование государственных предприятий в другие формы негосударственной собственности осуществляется по отраслевым программам или решениям правительства, в которых заложены *основные принципы разгосударствления и приватизации*, к которым относятся:

- определение форм разгосударствления и приватизации с учетом интересов членов трудового коллектива;
- соблюдение требований антимонопольного законодательства;
- сочетание возмездного и безвозмездного характера передачи государственной собственности;
- равные права всех граждан на получение доли собственности, подлежащей возмездной и безвозмездной приватизации;
- обеспечение социальной защищенности всех граждан;
- гласность, государственный и общественный контроль за реализацией мероприятий по разгосударствлению и приватизации.

Разгосударствление и приватизация в Узбекистане осуществляются в следующих *формах*:

- преобразование государственного предприятия в хозяйственное общество или товарищество;
- преобразование государственного предприятия в арендное с возможным последующим выкупом арендованного имущества;
- продажи государственного имущества негосударственным юридическим и физическим лицам по конкурсу и на аукционе.

Выбор рекомендуемой формы собственности осуществляется Госкомимуществом с учетом масштабов производства, специфики отрасли, численности работающих, стоимости основных фондов, связей с другими объектами в процессе кооперации производства и разделения труда.

Сохранение за государством доли, превышающей 25 процентов акций, допускается только по отраслям и предприятиям, определяющим научно-технический потенциал страны на перспективу, а также обеспечивающим экономическую независимость республики.

В целях дальнейшего развития и расширения рынка ценных бумаг, повышения активности инвесторов правительством республики установлено, что с апреля 1997 года в открытых акционерных обществах, где государство сохраняет свою долю, при формировании уставного капитала должна быть соблюдена следующая пропорция распределения пакетов акций:

- государственная доля - не более 25 процентов;
- доля трудового коллектива - не более 26 процентов;
- доля реализации иностранному инвестору - не менее 25 процентов;
- оставшаяся часть - на свободную продажу.

При этом правительство имеет право принимать решения о распределении пакета акций создаваемых акционерных обществ с участием иностранных инвесторов на условиях тендера.

Описанный выше порядок действует в течение одного года с даты регистрации проспекта эмиссии, после чего все невыкупленные акции должны выставляться Госкомимуществом на свободную продажу юридическим и физическим лицам, в том числе и иностранным.

В настоящее время часть средств, поступающих от разгосударствления и приватизации, может оставаться в распоряжении приватизируемых предприятий. При этом последние могут использовать их только на цели технического перевооружения, модернизации производства, а также пополнения оборотных средств. Предприятия, в распоряжении которых оставляются средства от разгосударствления и приватизации, открывают специальные депозитные счета в своем обслу-

живающем банке и представляют реквизиты этих счетов в Госкомимущество. Средства в размере 25 процентов сумм, поступивших от разгосударствления и приватизации государственной собственности на специальные депозитные счета Госкомимущества и его территориальных управлений после 20 мая 1999 года, перечисляются на специальные депозитные счета приватизируемых предприятий.

К этим средствам относятся:

- средства от продажи акций по доле трудового коллектива согласно проспекту эмиссии в соответствии с оформленным актом сверки обязательств между Госкомимуществом и приватизируемым предприятием от суммы основного долга;

- средства от продажи акций по доле свободной продажи и доли иностранного инвестора согласно проспекту эмиссии;

- средства от продажи акций доли государства согласно проспекту эмиссии в установленном порядке.

В случае, если акции продаются ПИФам с использованием специального государственного кредита, на специальные депозитные счета предприятий-эмитентов перечисляются:

- часть средств от суммы, поступившей от ПИФов в виде единовременной выплаты в момент совершения сделки;

- часть средств от суммы, представленной в виде специального государственного кредита (в течение месяца после полного погашения кредита ПИФом).

При продаже пакета акций за свободно конвертируемую валюту 25 процентов от суммы сделки должны перечисляться на счета приватизируемого предприятия в национальной валюте после продажи Госкомимуществом иностранной валюты в установленном порядке Центральному банку.

Приватизируемое предприятие может официально отказаться от получения причитающихся ему средств от разгосударствления и приватизации. В этом случае эти средства направляются в Государственный бюджет Республики Узбекистан. Государственные поверенные и доверительные управляющие государственного имущества ежеквартально в своих отчетах предоставляют информацию о целевом использовании средств от разгосударствления и приватизации, оставленных в распоряжении таких предприятий. Кроме того, мониторинг и контроль за целевым использованием указанных средств осуществляет Министерство финансов. При выявлении фактов нецелевого использования предприятиями оставленных в их распоряжении средств Министерство финансов и его органы на местах могут изымать соответствующие суммы и направлять их в доход республиканского бюджета.

ГЛАВА 16. ОБЩИЕ ОРГАНИЗАЦИОННЫЕ ОСНОВЫ АКЦИОНЕРНОГО ОБЩЕСТВА

Среди многообразия организационно-правовых форм ведения хозяйства, получивших широкое развитие с приобретением Узбекистаном независимости, большое распространение получили организации, созданные в виде акционерных обществ. Первые акционерные общества в нашей республике появились в начале 1991 года. Бурное развитие процесс создания акционерных обществ получил в 1994-1997 г.г. В настоящее время их насчитывается около 5 тысяч.

Ведение хозяйства в форме акционерного общества дает ряд преимуществ по сравнению с другими организационно-правовыми формами. Прежде всего акционерные общества позволяют сконцентрировать значительное количество средств мелких средних и крупных инвесторов воедино. Последние могут участвовать в управлении предприятием соразмерно количеству находящихся во владении акций, получать доходы в зависимости от величины вложенного капитала. Акционеры имеют право на получение части имущества, оставшегося после ликвидации акционерного общества, а также относительно быстро выйти из состава участников (собственников) предприятия.

✓ Основные отличия акционерных обществ от предприятий других организационных форм

Несмотря на то, что акционерные общества в определенном смысле являются обществами с ограниченной ответственностью и имеют с последними много общего (и те, и другие по Гражданскому кодексу являются хозяйственными обществами), между ними существует ряд существенных отличий. Первое отличие состоит в детальнейшей регламентации создания, деятельности и управления акционерным обществом. Принятый в 1996 г. Закон "Об акционерных обществах и защите прав акционеров" установил четкие нормативные рамки в части создания, текущей деятельности, управления, которые должны соблюдаться как совладельцами акционерных компаний, так и лицами из числа акционеров, наделенными правами управления. Подробная детализация деятельности отсутствует в отношении обществ с ограниченной ответственностью и частных предприятий.

Второе важное отличие акционерных обществ от вышеуказанных предприятий состоит в выпуске акционерными обществами ценных

бумаг (акций), удостоверяющих особый статус участников, благодаря обращаемости которых смена совладельцев акционерного общества может происходить намного быстрее и проще в процедурном отношении. Например, чтобы стать собственником части имущества акционерного общества, достаточно приобрести акцию. Чтобы стать совладельцем общества с ограниченной ответственностью, необходима относительно длительная процедура оформления документов (заявлений, протоколов, внесения изменений в устав, с последующей регистрацией в установленном порядке). Если выход участника акционерного общества оформляется только продажей принадлежащих ему акций, то участник общества с ограниченной ответственностью помимо возвращения ему внесенного им пая, имеет право на часть имущества, соответствующую его доле в уставном капитале общества. Это, обычно, затягивает процесс отчуждения собственности и зачастую может привести к длительным спорам по поводу величины возвращаемой участнику доли, поскольку необходима оценка общей стоимости имущества и выделения отчуждаемой части.

Если, например, владелец частного предприятия несет ответственность перед контрагентами по бизнесу всем своим имуществом, в том числе и личным, то ответственность акционеров, являющихся совладельцами акционерной компании, ограничена размером стоимости акций. В случае ликвидации акционерное общество несет ответственность перед акционерами за сохранность их средств в пределах, не ниже номинальной стоимости размещенных им ценных бумаг. Акционеры не отвечают по обязательствам общества и несут риск убытков, связанных с его деятельностью, в пределах стоимости принадлежащих им акций.

Акционерные общества - организации, чья деятельность, помимо обычных органов надзора, регулируется и контролируется органами, ответственными за состояние рынка ценных бумаг. В этой связи к ним могут применяться особые виды санкций, предусмотренные исключительно для эмитентов ценных бумаг. Акционерные общества, помимо отчетности, установленной для обычных предприятий, обязаны сдавать отчеты по специально установленным формам (1-ЦБ и 2-ЦБ), предоставлять сведения о выпуске ценных бумаг, публиковать проспекты эмиссии, а также подтвержденные независимыми аудиторами сведения о финансово-хозяйственной деятельности по результатам каждого финансового года.

Управление акционерным обществом отличается от управления предприятиями других организационных форм сложностью и многозвенностью (собрание акционеров, наблюдательный совет, правление), что дает ему большие возможности для самоконтроля. В от-

личие от предприятий других форм собственности акционерные общества имеют более эффективную систему управления, поскольку только акционерная форма предполагает несколько уровней контроля. Первый уровень - это наблюдательный совет общества, контролирующий деятельность исполнительного органа. Второй уровень - общее собрание акционеров, контролирующее деятельность наблюдательного совета и исполнительного органа общества. Помимо этого, функционирует ревизионная комиссия из состава акционеров общества. В отличие от предприятий других форм собственности акционерное предприятие обязательно (по закону) должно нанимать независимого аудитора, который дает оценку работы акционерного общества за отчетный период.

Важное значение имеет тот факт, что правление должно в обязательном порядке согласовывать с наблюдательным советом или общим собранием акционеров крупные сделки, а также сделки, в которых заинтересованы аффилированные лица. Таким образом, по сравнению с предприятиями других форм собственности акционерные общества наиболее застрахованы от различных видов рисков (производственных, финансовых, организационных и т.п.). Преимуществом акционерной формы собственности является и то, что она сводит к минимуму вероятность принятия валюнтаристских решений в области организации деятельности и управления предприятием в вопросах глобального масштаба. Все наиболее важные вопросы принимаются на общем собрании акционеров. Каждый акционер имеет возможность отдать свой голос за то или иное решение и в большинстве случаев высказать свою точку зрения по тому или иному вопросу. Законом "Об акционерных обществах и защите прав акционеров" предусмотрен широкий спектр прав и институтов защиты интересов акционеров (см. ст. 27, 28, 29; 114 - 116).

Акционерные общества по сравнению с предприятиями других форм собственности имеют возможность мобилизации значительных денежных и других ресурсов путем выпуска акций, а также привлекать средства различных по величине инвесторов (от очень крупных до небольших) к формированию капитала предприятия. Важной отличительной особенностью акционерных обществ является также возможность постоянно наращивать капитал путем осуществления дополнительных эмиссий акций. Они могут без обращения в банк получать кредит в размере 20 процентов от уставного капитала путем выпуска облигаций. Учредители и держатели крупных пакетов акций акционерных компаний кровно заинтересованы в том, чтобы их предприятие повышало эффективность производства. В этой связи они всячески поддерживают свое предприятие, лоббируя его интересы на

самых различных уровнях.

Важным позитивным отличием акционерной формы является то, что каждый член трудового коллектива - акционер предприятия - наряду с заработной платой может получать дополнительный доход в виде дивиденда. Это обстоятельство еще более заинтересовывает его в результатах своего труда.

✓ **Виды акционерных обществ**

Акционерные общества подразделяются на *открытые* и *закрытые*. Открытым акционерным обществом является общество, акционеры которого могут свободно распоряжаться принадлежащими им акциями без согласия других акционеров. Открытые акционерные общества могут осуществлять открытую подписку на выпускаемые ими акции и их свободную продажу. Открытые акционерные общества могут проводить и закрытую подписку на выпускаемые ими акции, когда возможность такой подписки не ограничена уставом. Минимальный состав учредителей открытого акционерного общества не ограничен. Не ограничено и число его акционеров.

Закрытым акционерным обществом считается общество, в котором акции распределяются только среди его учредителей или иного заранее определенного круга лиц. Такое общество не вправе проводить открытую подписку на выпускаемые им акции и предлагать их неограниченному кругу инвесторов. Число акционеров такого общества не может быть более пятидесяти. Если количество акционеров закрытого акционерного общества превышает установленное число, то в течение шести месяцев оно должно быть преобразовано в открытое акционерное общество. Акционеры закрытого акционерного общества имеют право первенства в приобретении акций, продаваемых другими акционерами этого общества по ценам предложения перед сторонними инвесторами. Закрытое акционерное общество может само приобрести продаваемые акционерами акции, но только в том случае, если это предусмотрено уставом. Однако срок реализации преимущественного права не может быть меньше 30 и больше 60 дней с момента предложения акций на продажу. Количество учредителей закрытого акционерного общества не может быть менее трех лиц.

✓ **Уставный фонд**

Уставный фонд акционерного общества должен быть разделен на определенное число акций одинаковой номинальной стоимости. Уставный фонд определяет минимальный размер имущества, гарантирующего интересы его кредиторов. Минимальный размер уставного фонда открытого акционерного общества должен составлять не менее пятисоткратной суммы минимальной заработной платы, а закрытого акционерного общества - не менее двухсоткратной суммы

минимальной заработной платы. В случае изменения суммы минимальной заработной платы в установленном законодательством порядке уставный фонд акционерного общества должен быть приведен в течение одного года в соответствие с установленным законодательством размером. В процессе деятельности акционерной компании ее уставный фонд может увеличиваться или уменьшаться. Решение об увеличении или уменьшении уставного фонда акционерного общества принимается общим собранием акционеров или, если это оговорено в уставе наблюдательным советом.

Уставный фонд акционерного общества увеличивается за счет роста номинальной стоимости акций или выпуска и размещения дополнительных акций. Дополнительные акции могут быть размещены обществом только в пределах количества объявленных акций, установленного уставом общества. Уставный фонд акционерного общества может быть уменьшен за счет снижения номинальной стоимости акций или сокращения их общего количества, в том числе и за счет приобретения части акций обществом с последующим их погашением. Однако общество не вправе уменьшать уставный фонд, если это приведет к несоответствию его величины минимальным размерам, установленным законодательством. Принимая решение об уменьшении уставного фонда акционерное общество в 30 дневный срок должно поставить в известность об этом уменьшении своих кредиторов, которые, в свою очередь, в течение 30 дней с даты направления им уведомления могут потребовать от общества досрочного исполнения его обязательств и возмещения связанных с этим убытков.

В акционерном обществе может быть создан *резервный фонд* в размере не менее 15 процентов от величины уставного фонда. Резервный фонд формируется за счет обязательных ежегодных отчислений от чистой прибыли общества до достижения размера, установленного уставом. Размер ежегодных отчислений не может быть менее 5 процентов от чистой прибыли общества.

Резервный фонд предназначен для покрытия убытков акционерного общества, погашения облигаций, выплаты процентов по привилегированным акциям и выкупа акций по требованию акционеров, имеющих на это право, а также для других целей, предусмотренных уставом.

Если по окончании второго и каждого последующего финансового года в соответствии с годовым бухгалтерским балансом, предложенным для утверждения акционерам общества, или результатами аудиторской проверки стоимость чистых активов общества окажется меньше его уставного фонда, общество обязано объявить о

его уменьшении до величины, не превышающей стоимости его чистых активов, а если стоимость чистых активов окажется меньше величины минимального уставного фонда, установленного для соответствующего вида общества, оно обязано принять решение о своей ликвидации.

✓ **Акции**

Акции, выпускаемые акционерным обществом, различаются по видам и типам (категориям). Виды акций: именные и на предъявителя. Типы (категории) акций: простые (обыкновенные) и привилегированные. Владельцем именной акции признается только то лицо, которое указано на бланке акции и занесено в книгу регистрации акционеров общества.

Владельцем акции на предъявителя является ее держатель. Такие акции передаются в собственность другим лицам без занесения в книгу регистрации акционеров. Акции закрытого акционерного общества могут быть только именными. Акция неделима.

Уставом акционерного общества определяются количество и номинальная стоимость акций, приобретенных акционерами (*размещенные акции*), а также акций, которые акционерное общество вправе разместить дополнительно к размещенным акциям (*объявленные акции*). Условия и порядок размещения объявленных акций должны быть определены уставом, в противном случае общество не вправе размещать такие акции.

Каждая обыкновенная акция предоставляет акционеру одинаковый объем прав. Владельцы обыкновенных акций имеют право участвовать в общем собрании акционеров с правом голоса по всем вопросам его компетенции, имеют право получать дивиденды, а в случае ликвидации акционерного общества - право на получение части его имущества.

Акционеры - владельцы привилегированных акций - не имеют права голоса на общем собрании акционеров. Однако уставом акционерного общества может быть установлено и обратное. Привилегированные акции должны иметь одинаковую с обыкновенными акциями номинальную стоимость. В уставе акционерного общества должны быть определены размер дивиденда по привилегированным акциям и ликвидационная стоимость по ним, которые могут быть установлены в абсолютной сумме или в процентах к номиналу. Уставом может быть предусмотрен порядок определения дивиденда и ликвидационной стоимости привилегированных акций. Если же по этим акциям размер дивидендов или порядок их определения не установлены, их владельцы могут получать дивиденды по величине,

равной дивидендам по обыкновенным акциям. Важной особенностью привилегированных акций Узбекистана является то, что их владельцы могут участвовать с правом голоса на общих собраниях, когда решается вопрос о реорганизации или ликвидации общества.

Акционерные общества одновременно могут выпускать привилегированные акции нескольких типов. Законодательством определена конкретная разновидность привилегированных акций - кумулятивных, по которым невыплаченный или неполностью выплаченный дивиденд, размер которого определен в уставе АО, может накапливаться и выплачиваться впоследствии.

Кроме того, акционерное общество может выпускать в обращение ценные бумаги, которые через некоторое время могут быть конвертированы в обыкновенные акции (*конвертируемые ценные бумаги*).

Привилегированная акция может предоставлять владельцу несколько голосов. В этом случае при определении количества голосующих акций каждый голос такой привилегированной акции учитывается как отдельная голосующая акция.

Помимо вышеупомянутых, акционеры имеют также и другие права, например, на включение их в реестр акционеров соответствующего акционерного общества, получение выписки в отношении себя из реестра акционеров акционерного общества, на получение полной и достоверной информации о результатах финансово-хозяйственной деятельности акционерного общества, свободное распоряжение полученным дивидендом, защиту своих прав в уполномоченных государством органах и в суде, возмещение убытков от некомпетентных и недобросовестных действий инвестиционных институтов и эмитентов, страхование рисков, связанных с возможными убытками или потерями части прибыли при приобретении ценных бумаг, и др.

Акционерное общество несет ответственность по своим обязательствам всем принадлежащим ему имуществом. Если происходит его ликвидация, оно несет ответственность перед инвесторами за сохранность их средств в пределах, не ниже номинальной стоимости находящихся у них ценных бумаг. Акционеры не отвечают по обязательствам общества. Они несут риск убытков только в пределах стоимости принадлежащих им акций. В свою очередь, акционерное общество не должно отвечать по обязательствам своих акционеров. Если несостоятельность акционерного общества (например, его банкротство) вызвана действиями его акционеров или других лиц, имеющих право давать обязательные для общества указания, то на таких акционеров и лиц может быть возложена субсидиарная ответственность по этим обязательствам.

Акционерное общество создается без ограничения срока. Однако в уставе этот срок может быть предусмотрен.

В случае ликвидации акционерного общества назначается специальная ликвидационная комиссия, которая производит комплекс организационных мероприятий по ликвидации предприятия - таких, как помещение объявления о ликвидации в печати, принятие мер к выявлению кредиторов и получению дебиторской задолженности, составление ликвидационного баланса и пр. Оставшееся после завершения расчетов с кредиторами имущество ликвидируемого общества распределяется ликвидационной комиссией между акционерами в следующей очередности:

в первую очередь осуществляются выплаты по акциям, которые должны были быть выкуплены акционерным обществом по требованию акционеров;

во вторую очередь осуществляются выплаты начисленных, но не выплаченных дивидендов по привилегированным акциям и определенной уставом общества ликвидационной стоимости по привилегированным акциям;

в третью очередь осуществляется распределение имущества ликвидируемого акционерного общества между акционерами - владельцами простых акций и всех типов привилегированных акций. Распределение имущества каждой очереди осуществляется после полного распределения имущества предыдущей очереди.

Если имеющегося у общества имущества недостаточно для выплаты начисленных, но не выплаченных дивидендов и определенной уставом общества ликвидационной стоимости всем акционерам - владельцам привилегированных акций одного типа, то имущество распределяется между акционерами - владельцами этого типа привилегированных акций пропорционально количеству принадлежащих им акций этого типа.

Акционерное общество может выкупать у акционеров свои акции с целью последующей перепродажи (или аннулирования). Однако в этом случае в течение года оно должно реализовать их. В этот период распределение дивидендов, а также голосование и определение кворума на общем собрании акционеров проводятся без учета приобретенных собственных акций. Свои акции акционерное общество может приобрести самостоятельно либо через инвестиционного посредника.

Акционерное общество может быть образовано как вновь создаваемое либо путем реорганизации существующего юридического лица при слиянии, присоединении, разделении, выделении, преобразовании.

ГЛАВА 17. ПОРЯДОК СОЗДАНИЯ АКЦИОНЕРНЫХ ОБЩЕСТВ ПУТЕМ ПРЕОБРАЗОВАНИЯ ГОСУДАРСТВЕННЫХ ПРЕДПРИЯТИЙ

При создании акционерного общества путем преобразования государственного предприятия его учредителем считается орган, уполномоченный распоряжаться государственным имуществом, а именно - Госкомимущество. При этом учредительное собрание не проводится.

Госкомимущество в десятидневный срок в соответствии с принятыми программами или решениями правительства совместно с государственными корпорациями, министерствами, ведомствами, хозяйственными ассоциациями, концернами и союзами утверждает график представления подведомственными им государственными предприятиями и организациями в Госкомимущество или его территориальные подразделения пакета документов по преобразованию этих предприятий в акционерные общества.

Министерства, ведомства, концерны, хозяйственные ассоциации, государственные корпорации и союзы доводят этот график до администраций и трудовых коллективов соответствующих предприятий. Администрация предприятия организует подготовительную работу по преобразованию его в акционерное общество путем разъяснения законов и нормативных актов, обеспечения полной гласности, публикации информации о разгосударствлении и приватизации, проведения общего собрания (конференции) трудовых коллективов, осуществление контроля за своевременным представлением предприятием в Госкомимущество или его территориальное управление пакета документов по преобразованию в акционерное общество.

После принятия решения об акционировании предприятие создает комиссию (состав которой утверждается руководителем предприятия), которая организует всю необходимую работу. Комиссия готовит необходимую документацию, а также уведомляет о преобразовании госпредприятия в акционерное общество антимонопольный орган.

Комиссия в сроки, установленные графиком программы, утвержденным Госкомимуществом, разрабатывает и представляет на утверждение последнему план мероприятий по разгосударствлению и приватизации, который должен включать:

- сроки преобразования государственного предприятия в акционерное общество;
- стоимость объекта;
- проект реорганизации предприятия, предусматривающий сохранение в случае необходимости существующего порядка и условий использования объектов производственной и социальной инфраструктур;
- рекомендуемую форму и сроки расчетов, возможность предо-

ставления льгот, в том числе и безвозмездную передачу части разгосударствляемого имущества.

Комиссия также:

- производит инвентаризацию и определение стоимости находящегося на балансе предприятия имущества, при необходимости вносит изменения в бухгалтерский учет;
- на основании данных баланса предприятия оформляет сводный акт инвентаризации и оценки стоимости имущества, план приватизации, а также другие расчетные документы;
- определяет уставный фонд образуемого предприятия;
- разрабатывает проект устава и бизнес-план.

Определение уставного фонда создаваемого предприятия производится на основании оценок стоимости основных фондов, активов и пассивов предприятия, стоимости объектов социальной инфраструктуры и охраны окружающей среды. Оценка стоимости основных фондов, находящихся на балансе предприятия, производится, исходя из его стоимости на дату приобретения, с пересчетом на сумы по состоянию на 1 июля 1994 года в соотношении 1000 сум-купонов к 1 суму[1] с пересчетом стоимости основных фондов в соответствии с постановлениями Кабинета Министров РУз за № 293 от 18 июня 1992 г., за № 261 от 1 июня 1993 г. и за № 572 от 28 ноября 1994 г. При этом Госкомимущество и его территориальные управления могут применять публикуемые Минмакроэкономстатом Республики Узбекистан индексы инфляции цены на выпускаемую продукцию к первоначальной стоимости, износу и остаточной стоимости на производственные здания, сооружения, транспорт и оборудование, а также реально сложившиеся на момент разгосударствления и приватизации цены.

Оценка стоимости активов и пассивов предприятия, находящихся на его балансе, производится, исходя из суммарной стоимости нематериальных активов, неустановленного оборудования, принимаемого по акту инвентаризации, и оценки незавершенного строительства, долгосрочных финансовых вложений, расчетов с учредителями, прочих внеоборотных активов, запасов и затрат, денежных средств, расчетов и прочих активов за вычетом долгосрочных пассивов и чистой прибыли, передаваемой Госкомимуществом или его территориальным управлением трудовому коллективу безвозмездно пропорционально его доле в уставном капитале преобразуемого предприятия. На основании данных оценки стоимости основных фондов, активов и пассивов предприятия комиссия определяет балансовую стоимость имущества предприятия.

Отдельные объекты социальной инфраструктуры, не включен-

[1] Приложение к постановлению Кабинета Министров РУз № 307 от 20 июня 1994 г. "Порядок переоценки ценностей и внесения изменений в бухгалтерский учет и отчетность юридических лиц, зарегистрированных в Республике Узбекистан, в связи с введением в обращение национальной валюты".

ные в уставный фонд преобразуемого предприятия, могут быть переданы ему во владение и пользование без права распоряжения, приватизированы трудовым коллективом, реализованы другим физическим и юридическим лицам с согласия предприятия через аукционы, биржевые и внебиржевые торги или переданы на баланс местных органов власти. Кроме того, трудовому коллективу может быть безвозмездно передана часть акций в виде льгот за счет стоимости основных фондов, самортизированных более чем на 70 процентов. Безвозмездно переданные акции должны быть распределены по решению трудового коллектива среди ветеранов труда, членов трудового коллектива и пенсионеров, ушедших на пенсию с данного предприятия и проработавших на нем не менее 10 лет, а также перешедших на другую работу по инициативе вышестоящих органов управления и власти и проработавших на данном предприятии не менее 10 лет. В случае использования безвозмездно переданных акций не по назначению они могут быть изъяты Госкомимуществом.

Члены комиссии несут ответственность за достоверность используемых при подготовке документов. Председатель комиссии в недельный срок заключает договор на предмет проведения соответствующей проверки независимой консалтинговой или аудиторской службой и представляет им разработанный пакет документов. Консалтинговая или аудиторская организация проводит проверку и составляет свое заключение, после чего для внесения необходимых корректировок и исправлений по заключению администрация заново привлекает рабочую комиссию, которая в недельный срок должна устранить выявленные недостатки. Далее администрация предприятия направляет заявку на разгосударствление и приватизацию с сопроводительным письмом в Госкомимущество или его территориальное управление по месту нахождения предприятия. Граждане, негосударственные юридические лица, юридические лица других государств, трудовой коллектив, выступившие с инициативой разгосударствления или приватизации вне утвержденной программы, должны подать заявку по согласованию с вышестоящим органом управления, а по объектам местного подчинения - с хокимиятом.

Госкомимущество в десятидневный срок со дня регистрации заявки от негосударственных юридических и физических лиц должно принять решение о возможности преобразования госпредприятия в акционерное общество либо об отказе в нем. Представленный пакет документов регистрируется в Госкомимуществе и направляется через заместителя председателя (начальника территориального управления), курирующего соответствующий комплекс разгосударствления и приватизации, отраслевому управлению, где готовится приказ о преобразовании данного государственного предприятия в акционерное общество.

В приказе предусматриваются:

- стоимость объекта;
- реорганизация предприятия, предусматривающая сохранение в случае необходимости существующего порядка и условий использования объектов производственной и социальной инфраструктуры;
- форма и сроки расчетов;
- предоставление льгот;
- порядок заключения договора-соглашения между Госкомимуществом, новым собственником и вышестоящей организацией приватизируемого объекта о взаимных обязательствах и условиях деятельности акционируемого предприятия на определенный период, который должен быть заключен в течение 10 дней со дня подписания приказа об акционировании.

СПИСОК ДОКУМЕНТОВ, ПРЕДСТАВЛЯЕМЫХ В ГОСКОМИМУЩЕСТВО ПРИ ПРЕОБРАЗОВАНИИ ГОСУДАРСТВЕННОГО ПРЕДПРИЯТИЯ В АКЦИОНЕРНОЕ ОБЩЕСТВО

1. Заявка на преобразование госпредприятия в акционерное общество.
2. Сопроводительное письмо.
3. Копия приказа о назначении рабочей комиссии.
4. План приватизации.
5. Баланс предприятия на дату последнего отчетного периода, заверенный налоговой инспекцией и утвержденный вышестоящей организацией.
6. Сводный акт оценки имущества с определением уставного фонда преобразуемого предприятия.
7. Акт инвентаризации и определения остаточной стоимости основных фондов, в том числе:
   - основных фондов с износом от 70 до 100 %;
   - полностью самортизированных основных фондов;
   - объектов социальной инфраструктуры и охраны окружающей среды;
   - основных фондов, приобретенных за счет чистой прибыли.
8. Акт инвентаризации и оценки незавершенного строительства.
9. Акт инвентаризации и оценки неустановленного оборудования.
10. Проект устава преобразуемого предприятия.

После подписания приказа руководством Госкомимущества соответствующее управление организует контроль за его выполнением в указанные сроки. Одновременно вносятся предложения по управлению принадлежащей государству доли акций, а также о делегировании прав управления государственной долей органам власти и управления, юридическим и физическим лицам, в том числе иностранным. Общий срок рассмотрения заявки и пакета документов не должен превышать одного месяца. При преобразовании государственного предприятия в акционерное общество размер первоначального взноса, а также сроки его внесения устанавливаются Госкомимуществом или его территориальными управлениями. Срок внесения первоначального взноса не должен превышать 30 дней с момента под-

писания приказа о преобразовании предприятия. При разгосударствлении между распорядителем объектов государственной собственности и новым собственником заключается договор-соглашение о взаимных обязательствах сторон и условиях деятельности акционерного общества на определенный период времени. При продаже акций в рассрочку государственный ордер выдается после уплаты первого взноса. При этом новый собственник может передавать или продавать основные средства предприятия только с разрешения Госкомимущества. После выдачи ордера Госкомимуществом, назначается ответственный представитель по работе с предприятием, министерством, ведомством, ассоциацией, которым были переданы полномочия по управлению принадлежащими государству долями акций в образованном уставном фонде. Преобразованное предприятие является правопреемником всех прав и обязанностей, имеющихся у государственного предприятия на момент разгосударствления и приватизации. Его наименование не должно содержать указание на принадлежность к соответствующим министерствам, ведомствам, ассоциациям или концернам.

При преобразовании государственного предприятия в акционерное общество передача части акций членам трудового коллектива на безвозмездной основе осуществляется только при наличии соответствующего решения правительства. Право на безвозмездное получение акций имеют ветераны труда, члены трудового коллектива и пенсионеры, ушедшие на пенсию по старости или инвалидности с данного предприятия, проработавшие на нем не менее 10 лет. Стоимость акций, предоставляемых членам трудового коллектива на безвозмездной основе, включается в совокупный доход физических лиц и облагается налогом на доходы физических лиц в общеустановленном порядке. Однако при превышении суммы налога на доходы с физических лиц над полученной суммой месячного дохода (за вычетом стоимости безвозмездно полученных акций приватизируемых государственных предприятий) удержание налога на доходы физических лиц производится в рассрочку в течение года с момента выдачи акций. Пенсионеры, получившие акции на безвозмездной основе, уплачивают налоги в соответствии с поданными декларациями.

При преобразовании государственного предприятия в акционерное общество первоначальное и последующее распространение акций, принадлежащих государству, осуществляется органом, уполномоченным распоряжаться государственным имуществом. Этот орган публикует в средствах массовой информации сведения о реализации акций, принадлежащих государству.

Учредительными документами акционерного общества в этом случае является устав. Именно этот документ акционерного общества должен быть представлен для государственной регистрации в органы юстиции.

УТВЕРЖДЕНО:
Генеральный директор
Центра по координации и контролю
за функционированием рынка
ценных бумаг
_____М.С.Юнусматов
№ _____
"___" _____1999 г.

ПРОСПЕКТ ЭМИССИИ

I. РЕКВИЗИТЫ ЭМИТЕНТА

1. Полное наименование: **открытое акционерное общество "TEMIRYO'LTA'MIN",**
сокращенное: **ОАО "TEMIRYO'LTA'MIN"**

2. Юридический адрес: **г. Ташкент, массив Сергели-4, ул. Проектная, Г-24, п /индекс 700209.**

3. Номер и дата государственной регистрации эмитента: **решение хокима Сергелийского района г. Ташкента № 14 от 11 января 1999 г.**

4. Организационно-правовая форма: **открытое акционерное общество.**

5. Полное наименование и юридический адрес объединения (ассоциации, концерна, корпорации и т.д.), в состав которого входит эмитент: **ГАЖК "Узбекистон темир йуллари", г.Ташкент, ул.Шевченко, 7.**

6. Номера расчетного (текущего) и иных счетов эмитента:
р/счет 20210000900122857001 в Мирабадском отделении НБ ВЭД РУз, МФО 00875.

II. ПОРЯДОК РАСПРЕДЕЛЕНИЯ АКЦИЙ

1. Исходные данные:
а) уставный фонд - **128519,0** тыс. сумов;
б) количество акций - **128519** штук;
в) номинал одной акции - **1000** сумов (все акции имеют одинаковую номинальную стоимость).

2. Простые именные акции, приобретаемые членами трудового коллектива по номинальной стоимости:
а) доля акций - **16,4** процента;
б) сумма акций - **21077,0** тыс. сумов;
в) количество акций - **21077** штук.

3. Простые именные акции, держателем которых является Госкомимущество РУз:

а) доля акций - **25** процентов;
б) сумма акций - **32130,0** тыс. сумов;
в) количество акций - **32130** штук.

4. Простые именные акции, подлежащие свободной продаже:
а) доля акций - **33,6** процента;
б) сумма акций - **43182,0** тыс. сумов;
в) количество акций - **43182** штук.

5. Простые именные акции, подлежащие продаже иностранным инвесторам:
а) доля акций - **25** процентов;
б) сумма акций - **32130,0** тыс. сумов;
в) количество акций - **32130** штук.

6. Форма выпуска акций:
БЕЗНАЛИЧНАЯ: 100 % с хранением записей в Национальном депозитарии "ВАКТ".

7. Порядок, размеры, сроки размещения и продажи акций:

Способы продажи акций при различных вариантах льгот, предоставляемых членам трудовых коллективов	Сроки		Общая стоимость акции	
	Начало продажи и размещения	Конец продажи и размещения	Сумма (тыс. сумов)	Доля % от общего числа акций
1. Акции - всего	в течение 1 года		128519,0	100
2. Размещение			-	-
3. Акции, сохраняемые за государством			32130,0	25
4. Размещение простых именных акций среди членов трудового коллектива			21077,0	16,4
5. Акции, подлежащие свободной продаже			43182,0	33,6
6. Акции, подлежащие продаже иностранным инвесторам			32130,0	25

Председатель правления АО Мухамедов Я.Ю.

Главный бухгалтер Саидвалиева З.Т.

Начальник Главного управления приватизации в строительстве, социальной сфере и на транспорте Хашимова М.Т.

К началу 2001 года был разработан и внесен на рассмотрение правительства проект постановления Кабинета Министров РУз, предусматривающий новый порядок разгосударствления и приватизации объектов государственной собственности, который существенно отличается от рассмотренного выше.

В соответствии с проектом, Комиссию по приватизации создает Госкомимущество или его территориальные управления. В состав комиссии, наряду с представителями Госкомимущества, включаются представители объединения юридических лиц, в состав которого входит приватизируемое предприятие, представители его администрации и трудового коллектива, финансового, антимонопольного и налогового органов, обслуживающего банка, хокимиятов, другие специалисты.

Комиссия вносит в Госкомимущество одно из следующих предложений:

- о преобразовании предприятия в АО или другое хозяйственное общество, или коммерческую организацию;

- о продаже предприятия целиком как имущественного комплекса;

- о реорганизации предприятия (слияние, присоединение, разделение, выделение), а также формах разгосударствления объектов, образуемых в процессе реорганизации.

Комиссией составляется план разгосударствления (приватизации), в котором указываются сроки разгосударствления, оценочная стоимость объекта, предполагаемые льготы членам трудового коллектива, составляются акты оценки стоимости имущества.

По итогам работы Комиссией в Госкомимущество представляются:

- протоколы заседаний;

- утвержденные акты оценки стоимости имущества;

- описание (план-схема, размеры, размещение) производственных площадей, распределения земельных участков;

- заключение об оценочной стоимости объекта преобразования;

- предложения по форме разгосударствления;

- баланс предприятия, заверенный налоговым органом;

- отчет о финансовых результатах (форма 2);

- расшифровка дебиторской и кредиторской задолженностей;

- документы, подтверждающие право пользования земельными участками, недрами и другими природными ресурсами.

Структура уставного фонда открытого акционерного общества, создаваемого путем преобразования государственного предприятия, должна соответствовать требованиям Указа Президента РУз № УП-1740 от 31 марта 1997 г. "О дополнительных мерах по развитию рынка ценных бумаг и расширению

участия иностранных инвесторов на фондовом рынке республики".

Приказ о преобразовании предприятия, проспект эмиссии (информация о выпуске акций) в трехдневный срок после утверждения должны направляться Госкомимуществом в Центр по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг, который в недельный срок после получения всех необходимых документов регистрирует выпуск ценных бумаг, утверждает образцы акций, выдает акционерному обществу один экземпляр прошнурованного и скрепленного своей печатью проспекта эмиссии с указанием даты и кода регистрации; передает в Центральный депозитарий второй экземпляр проспекта эмиссии с копией приказа Госкомимущества (для постановки на учет выпускаемых в обращение акций). Распространение акций среди членов трудового коллектива осуществляется уполномоченным Госкомимуществом агентом.

В новом порядке разгосударствления и приватизации подробнейшим образом рассматривается механизм определения оценочной стоимости имущества преобразуемого предприятия, которая определяется, исходя из его наличия и фактического состояния, по результатам инвентаризации, а также с учетом других имеющихся по балансу на момент разгосударствления и приватизации активов и пассивов, складывающихся рыночных цен в национальной валюте, с одновременной ее фиксацией в долларах США по курсу внебиржевого валютного рынка, устанавливаемому на межбанковском валютном рынке на момент проведения оценки.

Порядок предусматривает также заключение договора-соглашения о взаимных обязательствах между Госкомимуществом и уполномоченным акционерами лицом (председателем наблюдательного совета), в котором могут быть отражены:

- условия сохранения на определенный период профиля деятельности предприятия и согласованных объемов производства, экспорта продукции;
- условия изменения рабочих мест;
- поставка продукции определенным потребителям;
- меры по экологической безопасности;
- особенности социально-бытового обеспечения работников;
- условия содержания объектов социального и природоохранного назначения.

Вступление в права собственности осуществляется с момента получения новым собственником ордера, выдаваемого Госкомимуществом, который должен быть выдан акционерному обществу в течение пяти дней после формирования органов управления.

ГЛАВА 18. ОРГАНИЗАЦИЯ ВНОВЬ СОЗДАВАЕМЫХ АКЦИОНЕРНЫХ ОБЩЕСТВ

Около 20 процентов всех акционерных обществ Узбекистана создано путем учреждения "с нуля". Первые акционерные общества Узбекистана начали создаваться в начале 1991 года именно как вновь организуемые, причем значительную часть из них составляли банки. Такой процесс создания акционерных обществ протекал достаточно медленно и не мог оказать сколько-нибудь существенного влияния на темпы развития фондового рынка. В то же время создаваемые таким образом акционерные общества представляли собой классическую форму акционерной компании, отличались активностью акционеров, их осмысленным желанием участвовать в создании конкретной организации, большей ответственностью исполнительных органов за эффективное использование доверенных им инвесторами средств. В настоящее время эти акционерные общества отличаются более частным характером, независимостью от государства (в них отсутствует государственная доля акций). В отличие от акционерных обществ, создаваемых на базе государственных предприятий, где первая эмиссия означает лишь смену собственника имеющегося на балансе предприятия имущества, средства, полученные от первой эмиссии акций вновь созданных акционерных компаний, направляются на формирование уставного капитала, идут на приобретение основных средств производства. При этом имеется возможность оснастить компанию самым современным оборудованием и компьютерной техникой.

Создание акционерного общества путем учреждения осуществляется по решению учредителей или учредителя. Учредителями акционерного общества считаются юридические и физические лица, подписавшие учредительный договор, то есть договор о его создании. Решение об учреждении принимается *учредительным собранием (конференцией)*. Это решение может быть принято и одним лицом - единолично. В учредительном договоре определяется порядок совместных действий создателей общества по его учреждению, размер уставного фонда, количество, виды и типы акций, подлежащих размещению среди учредителей, размер и порядок их оплаты, права и обязанности учредителей по созданию общества. Учредители несут солидарную ответственность по обязательствам, связанным с созданием общества, до его государственной регистрации. При организации вновь создаваемого акционерного общества все его акции должны быть размещены среди учредителей.

На учредительной конференции, помимо решения о создании

акционерного общества, рассматриваются вопросы, связанные с утверждением в ходе учреждения общества договоров, определяются количество, виды и типы выпускаемых акций, избираются наблюдательный совет, ревизионная комиссия, утверждается Устав, являющийся одним из учредительных документов вновь создаваемого акционерного общества.[1]

Устав акционерного общества в обязательном порядке должен содержать следующие сведения:

- полное и сокращенное фирменное наименование и местонахождение;
- предмет, цели и сроки деятельности;
- размер уставного фонда;
- порядок увеличения и уменьшения уставного фонда;
- виды выпускаемых акций, их номинальную стоимость, соотношение акций различных видов;
- порядок распределения прибыли, дивидендов и возмещения убытков;
- порядок образования резервного и иных фондов;
- права и обязанности участников акционерного общества;
- структуру управления обществом, число членов исполнительного и контрольного органов, порядок их избрания и полномочия этих органов;
- порядок составления, проверки и утверждения годовых отчетов;
- порядок реорганизации и ликвидации акционерного общества.

Уставом общества могут быть предусмотрены ограничения количества акций, принадлежащих одному акционеру, и их суммарной номинальной стоимости.

Государственная регистрация акционерных обществ осуществляется в органах юстиции. За государственную регистрацию взимается единовременный сбор для покрытия издержек по регистрации, вносимый одновременно с подачей заявки. В органы юстиции вместе с заявкой представляются также нотариально заверенные устав, учредительный договор, протокол учредительной конференции, справка банка о внесении 30 процентов суммы уставного фонда на временный расчетный счет общества. Регистрация акционерного общества должна быть произведена в течение 30 дней с момента подачи заявки и других необходимых документов. Отказ в регистрации может последовать только в случае нарушения требований порядка регистрации, причем учредители могут оспаривать такое решение в суде. Если регистрация произведена, акционерному обществу выдается свидетельство о его регистрации и оно вносится в специальный

[1] Учредительным документом акционерного общества является его устав, либо учредительный договор и устав, либо только учредительный договор, утвержденный учредительным собранием (учредителем).

реестр акционерных обществ.

Акционерное общество не позднее одного месяца со дня регистрации его в Министерстве юстиции (его органах в областях) и приобретения статуса юридического лица должно подать соответствующим образом оформленные документы на регистрацию ценных бумаг в орган по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг. Для проведения регистрации эмиссии ценных бумаг акционерные общества представляют в орган по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг следующие документы:

1. Заявление о регистрации ценных бумаг.
2. Нотариально заверенные копии учредительных документов.
3. Копию свидетельства о государственной регистрации.
4. Решение общего собрания акционеров о выпуске ценных бумаг.
5. Информацию о выпуске ценных бумаг в случае частного размещения (для закрытых акционерных обществ) или проспект эмиссии ценных бумаг в случае публичного их размещения (для открытых акционерных обществ).
6. Образцы выпускаемых акций.
7. Бизнес-план.
8. Платежные документы, подтверждающие уплату налога на операции с ценными бумагами в случае публичного их размещения.

Закрытое акционерное общество не извещает широкую общественность о своем создании и подписке на акции. Оно лишь представляет в орган по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг информацию о выпуске акций.

✓ **Информация о выпуске ценных бумаг закрытых акционерных обществ**

Этот документ содержит следующие разделы:

1-й раздел - основные данные об эмитенте. В нем должны быть отражены данные о статусе эмитента, его юридическом адресе, списке акционеров, имеющих более 5 процентов акций, а также список иностранных эмитентов, принадлежность общества к промышленным банковским или финансовым группам, холдингам, концернам или ассоциациям.

2-й раздел содержит сведения об уставном фонде акционерного общества, а именно - общий его объем и объем оплаченной части, деление его на акции, условия выплаты дивидендов

3-й раздел содержит информацию о вторичной эмиссии или эмиссии другого вида ценных бумаг (если таковые имели место).

4-й раздел содержит сведения о предстоящем выпуске ценных бумаг, в частности объем выпуска и количество выпускаемых ак-

ций, номинал, а также некоторые сведения о порядке выпуска акций в обращение - такие, как ограничения для потенциальных инвесторов, даты начала и окончания распространения акций, форма выпуска и т.п.

Открытые акционерные общества публикуют в прессе проспект эмиссии.

✓ **Проспект эмиссии ценных бумаг**

В соответствии с Законом "О ценных бумагах и фондовой бирже" ***проспект эмиссии - это документ, который содержит данные о самом эмитенте, предлагаемых к продаже ценных бумагах, процедуре и порядке их выпуска и другую информацию, которая может повлиять на решение о покупке этих ценных бумаг или об отказе от такой покупки.*** В отличие от "Информации о выпуске ценных бумаг" это более емкий документ, содержащий значительно большее количество обязательных реквизитов. Он состоит из следующих разделов:

1. Основные данные об эмитенте, где представляются те же сведения, что и в "Информации о выпуске ценных бумаг", и дополнительно структура органов управления, список всех его членов, поименный список учредителей акционерного общества.

2. Данные о финансовом положении эмитента. Этот раздел составляется уже действующими акционерными обществами, осуществляющими дополнительную эмиссию.

3. Сведения о предстоящем выпуске ценных бумаг. Именно этот раздел является наиболее важным для вновь создаваемых акционерных обществ, впервые выпускающих свои ценные бумаги. В нем приводятся общие данные о ценных бумагах, порядке их выпуска в обращение (даты начала и окончания процесса эмиссии, форма выпуска ценных бумаг, наименование депозитария, клиринговой организации, обслуживающей эмитента, и др.), данные стоимостных и расчетных условий выпуска ценных бумаг (порядок оплаты ценных бумаг, часть ценных бумаг, оплачиваемая денежными средствами или иным имуществом, списки инвесторов, осуществляющих такую оплату). В этом разделе содержатся сведения об организациях, принимающих участие в распространении ценных бумаг, а также сведения о получении доходов по выпускаемым ценным бумагам (порядок определения дивидендов по акциям или процентов по облигациям, место, где их могут получить инвесторы, периодичность платежей и т.п.).

В сведениях отражаются направления использования средств, мобилизуемых путем выпуска ценных бумаг, в соответствии с технико-экономическим обоснованием. Отдельно должны быть проанализированы факторы риска по группам: экономические, социальные,

технические и экологические. Описываются перспективы сбыта продукции, намечаемой к производству, обеспеченность сырьем, комплектующими материалами, производственными площадями, рабочей силой. Приводятся расчетные данные по степени доходности инвестиций в данные ценные бумаги, а также сведения об уставном фонде, делении его на акции, условия выплаты дивидендов.

Должностные лица акционерного общества, подписавшие проспект эмиссии ценных бумаг (информацию - в случае с закрытыми акционерными обществами), несут ответственность за соблюдение правил выпуска ценных бумаг в обращение.

Регистрирующий орган анализирует полноту сведений, представленных в проспекте эмиссии (информации), соответствие условий выпуска ценных бумаг, проспекта или сведений действующему законодательству, соответствие текстовой части проспекта эмиссии данным учредительных документов, после чего выдает свидетельство, подтверждающее факт государственной регистрации ценных бумаг, с указанием ее кода и даты. Регистрирующие органы не несут ответственности за достоверность сведений, представленных в проспекте эмиссии или информации, и отвечают только за полноту их представления.

Государственная регистрация ценных бумаг должна быть произведена в срок не позднее 30 дней с момента подачи заявления и необходимых документов. После регистрации ценных бумаг акционерное общество обязано в трехмесячный срок заказать и изготовить ценные бумаги согласно образцам или зарегистрировать их выпуск в безналичной форме в виде записей по счетам в депозитарии. Эмитент может выпустить на каждую акцию отдельный сертификат (в этом случае считается, что акции выпущены в наличной форме), на несколько акций - один сертификат (суммарный сертификат) или оформить на весь выпуск единственный сертификат (глобальный сертификат). В случае публичного размещения ценных бумаг акционерное общество должно одновременно опубликовать в печати сообщение о выпуске ценных бумаг с обязательным указанием своего статуса и полного наименования, объема и видов выпускаемых акций, круга потенциальных инвесторов, сроков начала распространения ценных бумаг, пунктов, где потенциальные инвесторы могли бы приобрести акции или ознакомиться с проспектом эмиссии.

✓ **Отчет об итогах выпуска ценных бумаг**

После завершения процесса реализации ценных бумаг акционерное общество анализирует его результаты и составляет отчет об итогах выпуска. Годовые итоги эмиссии ценных бумаг публикуются вместе с очередным годовым отчетом, заверенным аудитором общества. Отчет об итогах выпуска ценных бумаг должен содержать сведения о

количестве реализованных ценных бумаг по типам и формам оплаты (за сумы, за иностранную валюту, за материальные ценности и нематериальные активы, за ценные бумаги третьих лиц и т.п.), общем объеме поступлений за реализованные акции, объеме вознаграждений, выплаченных распространителям, наименовании депозитария, принявшего на хранение ценные бумаги, список акционеров, доля которых составляет в уставном фонде 5 и более процентов. В отчете приводится информация об иностранных учредителях (нерезидентах), учредителях из стран СНГ, а также список всех членов исполнительного органа на дату завершения распространения акций и принадлежащих им долей голосующих акций. Если акционерному обществу не удалось реализовать намеченные к размещению акции и полностью сформировать уставный фонд на общем собрании акционеров, следующем за истечением срока размещения акций, принимается решение о корректировке величины уставного фонда на фактически оплаченную сумму, с поручением исполнительному органу перерегистрации учредительных документов в установленном законом порядке в органах юстиции. Оплата акций учредителями при создании акционерного общества осуществляется по номинальной стоимости.

Оплата акций прочими инвесторами осуществляется по рыночной стоимости. Акционер в сроки, установленные учредительной конференцией, но не позднее одного года после регистрации акционерной компании, должен полностью выкупить акции. В противном случае компания может реализовать их сама. Уставом общества обычно предусматривается взыскание неустойки (штрафа, пени) за неисполнение обязательства по выкупу акций. Оплата акций может производиться деньгами, ценными бумагами, другими имущественными и неимущественными правами, имеющими денежную оценку. Денежная оценка имущества, вносимого в оплату акций при создании общества, производится по договору между учредителями. Однако если номинальная стоимость приобретаемого таким способом акций больше 200 минимальных заработных плат, установленных правительством, необходима оценка вносимого в оплату акций имущества независимым аудитором или оценщиком. Форма оплаты акций при его создании должна определяться учредительным договором. Акционеры (за исключением учредителей) вновь создаваемых акционерных обществ приобретают право голоса на общих собраниях акционеров только после полной оплаты акций.

Вновь создаваемые акционерные общества за счет уставного капитала, то есть на сумму денежных средств, поступивших от продажи акций, приобретают основные средства: здания, сооружения,

машины, механизмы и оборудование, компьютерную оргтехнику, средства связи и другие активы, которые не предназначены для продажи, а используются в неизменной натуральной форме в течение длительного периода, на протяжении которого их стоимость по частям переносится на выпускаемую продукцию. На практике, обычно в первые дни функционирования, до того как акционерное общество получает денежные средства за первую произведенную им продукцию или оказанные услуги, оно временно формирует за счет своего уставного фонда и свои оборотные активы (выплачивает первую заработную плату персоналу, оплачивает сборы за регистрацию учредительных документов, всевозможных лицензий и т.п.). По мере появления у предприятия прибыли уставный фонд постепенно восстанавливается и в его составе происходит обратное замещение оборотных активов основными средствами.

ГЛАВА 19. УПРАВЛЕНИЕ АКЦИОНЕРНЫМ ОБЩЕСТВОМ

Управление акционерным обществом значительно отличается от управления предприятий других форм собственности.

Органами управления акционерного общества являются общее собрание акционеров, наблюдательный совет и исполнительный орган - правление или дирекция.

✓ **Общее собрание акционеров**

Высшим органом управления акционерного общества является общее собрание акционеров. Акционерное общество должно проводить как минимум одно отчетное общее собрание акционеров в год, причем не позднее 1 июля года, следующего за отчетным. Кроме того, общество может проводить и внеочередные общие собрания.

Дата и порядок проведения общего собрания акционеров, способ сообщения акционерам о его проведении, перечень предоставляемых акционерам материалов (информации) при подготовке к проведению общего собрания устанавливаются наблюдательным советом акционерного общества.

Общее собрание акционеров может принимать решения только по вопросам, включенным в повестку дня. По вопросам, не отнесенным к исключительной компетенции общего собрания, решение общего собрания акционеров закрытого акционерного общества может быть принято без проведения самого собрания путем заочного голосования (так называемым опросным путем). При этом в голосовании должны участвовать акционеры, владеющие в совокупности не менее чем 75 процентами голосующих акций общества. Особой процедурой является определение списка акционеров, име-

ющих право участвовать в общем собрании акционеров. Этот список должен быть составлен на основе реестра акционеров не раньше даты принятия решения о проведении общего собрания наблюдательным советом общества и не более чем за 60 дней до даты проведения общего собрания акционеров. Список должен содержать имя (наименование) владельца, каждого акционера, его адрес, а также данные о количестве принадлежащих ему акций. Любой акционер вправе запросить у общества этот список для ознакомления.

Сообщение о проведении общего собрания акционеров публикуется по установленной форме в печати, а также направляется каждому акционеру. В процессе подготовки к общему собранию акционеров последние могут ознакомиться с годовым отчетом, заключением ревизионной комиссии, проектом изменений и дополнений, вносимых в устав, и другими документами общества. Акционерное общество обязано обеспечить доступ акционеров к этим документам.

Акционер или группа акционеров, являющиеся владельцами не менее одного процента голосующих акций акционерного общества, не позже 30 дней после окончания финансового года могут внести вопросы в повестку дня будущего годового общего собрания, а также выдвинуть кандидатов в состав наблюдательного совета и ревизионной комиссии.

✓ **Вопросы, составляющие исключительную компетенцию общего собрания акционеров:**

- утверждение регламента общего собрания акционеров;
- внесение изменений и дополнений в устав или утверждение устава в новой редакции;
- реорганизация, ликвидация общества, назначение ликвидационной комиссии, утверждение промежуточного и окончательного ликвидационных балансов;
- определение количественного состава наблюдательного совета общества и избрание его членов и досрочное прекращение полномочий;
- определение предельного размера объявленных акций; увеличение или уменьшение уставного фонда;
- выкуп собственных акций;
- образование (избрание, назначение, наем) исполнительного органа акционерного общества, досрочное прекращение его полномочий, если уставом это не относится к компетенции наблюдательного совета;
- избрание членов ревизионной комиссии (ревизора) общества и досрочное прекращение их полномочий; утверждение аудитора общества;
- утверждение годовых отчетов, бухгалтерских балансов, счета прибылей и убытков, распределение прибылей и убытков общества;
- принятие решения о неприменении преимущественного права акционера на приобретение ценных бумаг, конвертируемых в акции;
- дробление и консолидация акций;

- заключение крупных сделок, предметом которых является имущество, составляющее свыше 50 процентов балансовой стоимости активов общества, а также сделок, в которых имеется заинтересованность, если сумма оплаты по сделке и стоимость имущества, являющегося предметом сделки, превышает 5 процентов активов общества.

В акционерном обществе может быть проведено и внеочередное общее собрание акционеров. Основанием для его проведения могут быть решение наблюдательного совета, требования ревизионной комиссии, аудитора или акционеров, являющихся владельцами не менее 10 процентов голосующих акций общества. При этом собрание должно быть проведено не позднее 45 дней с момента представления требования о его проведении.

На общем собрании акционеров последние могут присутствовать лично или через своих представителей. Общее собрание акционеров имеет кворум только тогда, когда на нем присутствуют акционеры, обладающие в совокупности более 60 процентами голосов распространенных и размещенных голосующих акций. Голосование на общем собрании, как правило, производится по принципу "одна голосующая акция - один голос". Если число акционеров общества более ста - голосование осуществляется только бюллетенями. В этом случае создается специальная счетная комиссия, количественный и персональный состав которой утверждается общим собранием акционеров по предложению наблюдательного совета.

✓ **Наблюдательный совет**

Общее руководство деятельностью акционерного общества осуществляет наблюдательный совет (кроме вопросов, являющихся исключительной компетенцией общего собрания акционеров). Если число акционеров - владельцев голосующих акций общества - менее 30, функции наблюдательного совета могут возлагаться на общее собрание акционеров общества.

Члены наблюдательного совета избираются общим собранием акционеров, при этом они не могут быть членами исполнительного органа. Для закрытых акционерных обществ с числом владельцев голосующих акций более 500 число членов наблюдательного совета не может быть менее семи, а для обществ с числом акционеров более одной тысячи - менее девяти. Председатель наблюдательного совета избирается членами совета из его состава большинством голосов. Лица, избранные в состав наблюдательного совета общества, могут переизбираться неограниченное число раз. Государственный поверенный в акционерном обществе, в уставном фонде которого доля государства превышает 25 процентов, а также доверительный управляющий государственным пакетом акций акционерного общества (его представитель) по должности являются членами наблюдательного совета и не подлежат избранию общим собранием акционеров.

Компетенция наблюдательного совета акционерного общества:

- определять приоритетные направления деятельности общества;
- созывать годовые и внеочередные общие собрания акционеров;
- готовить повестку дня общего собрания акционеров;
- определять дату составления списка акционеров, имеющих право на участие в общем собрании акционеров;
- вносить на решение общего собрания акционеров установленные законодательством вопросы, относящиеся к исключительной компетенции общего собрания акционеров;
- увеличивать уставный фонд общества путем увеличения номинальной стоимости акций в пределах количества и видов, объявленных акций, если в соответствии с уставом общества или решением общего собрания акционеров такое право ему предоставлено;
- размещать облигации и ценные бумаги, если иное не предусмотрено уставом общества;
- определять рыночную стоимость имущества;
- приобретать размещенные обществом акции, облигации и иные ценные бумаги, если такое право ему предоставлено уставом;
- устанавливать размеры выплачиваемых исполнительному органу вознаграждений и компенсаций, если уставом общества это отнесено к его компетенции;
- давать рекомендации по размеру выплачиваемых членам ревизионной комиссии общества вознаграждений и компенсаций, определять размер оплаты услуг аудитора;
- давать рекомендации по размеру дивиденда по акциям и порядку его выплаты; использовать резервный и иные фонды общества;
- утверждать документы, определяющие порядок деятельности органов управления обществом;
- создавать филиалы и открывать представительства общества;
- создавать дочерние и зависимые предприятия общества;
- заключать крупные сделки, связанные с приобретением и отчуждением имущества, сделки, в которых имеется заинтересованность.

Заседание наблюдательного совета созывается его председателем по собственной инициативе, по требованию члена наблюдательного совета, ревизионной комиссии или аудитора, исполнительного органа, а также лиц, определенных Уставом общества. Кворум для проведения наблюдательного совета устанавливается Уставом, но не должен быть меньше 75 процентов членов совета. Решения наблюдательного совета принимаются большинством голосов присутствующих на нем членов.

Распределение функций между членами наблюдательного совета осуществляется председателем конкретно для каждого члена совета. При этом общим собранием акционеров может быть установлен и размер вознаграждения для каждого члена совета персонально.

Считается, что члены наблюдательного совета имеют личную финансовую заинтересованность, если их супруги, родители, дети, бра-

тья, сестры, а также все аффилированные лица:

- являются стороной сделки или участвуют в ней в качестве представителя или посредника;
- владеют двадцатью или более процентами акций (долей) юридического лица, являющегося стороной сделки или участвующего в ней в качестве представителя или посредника;
- занимают должности в органах управления юридического лица, являющегося стороной сделки или участвующего в ней в качестве представителя или посредника.

✓ **Исполнительный орган управления**

Руководство текущей деятельностью акционерного общества осуществляется его исполнительным органом, который может быть единоличным (директором) или коллегиальным (правлением, дирекцией). Если управление осуществляется одновременно и единоличным, и коллегиальным органами, уставом общества должна быть предусмотрена компетенция каждого из них. Решением общего собрания акционеров полномочия исполнительного органа могут быть переданы по договору коммерческой организации (управляющей компании) или индивидуальному предпринимателю (управляющему).

Количественный состав исполнительного органа определяется наблюдательным советом на основании и в пределах сметы административно-хозяйственных расходов, принятой в порядке, устанавливаемом общим собранием акционеров. В исполнительный орган могут входить заместитель руководителя исполнительного органа, главный бухгалтер, главный инженер, руководители основных производственных подразделений. Руководитель и персональный состав исполнительного органа назначается наблюдательным советом, при этом решение принимается простым большинством голосов. Между исполнительным органом и председателем наблюдательного совета подписывается договор, в котором определены права и обязанности сторон.

К компетенции исполнительного органа общества относятся все вопросы руководства текущей деятельностью общества, кроме тех, которые составляют исключительную компетенцию общего собрания и наблюдательного совета.

Основные обязанности руководителя исполнительного органа акционерного общества:

- осуществление в пределах своей компетенции руководства текущей деятельности общества, обеспечение его эффективной и устойчивой работы;
- организация исполнения решений общего собрания и наблюдательного совета;
- обеспечение эффективного взаимодействия производственных единиц;

- обеспечение договорных обязательств общества;
- обеспечение получения прибыли в размерах, необходимых для развития производства и социальной сферы;
- руководство разработкой программ и бизнес-планов развития общества, организация и контроль их выполнения;
- обеспечение соблюдения законодательства в деятельности общества; обеспечение организации, надлежащего состояния и достоверности бухгалтерского учета и отчетности в обществе, своевременного представления ежегодного отчета и другой финансовой отчетности в соответствующие органы, а также сведений о деятельности общества, направляемых акционерам, кредиторам;
- организация проведения заседаний коллегиального исполнительного органа общества, подписание документов от имени общества;
- подбор и расстановка кадров, поддержание трудовой и технологической дисциплины;
- обеспечение соблюдения социальных гарантий и охраны труда работников общества;
- соблюдение всех прав акционеров по получению ими предусмотренной действующим законодательством информации, участию в общих собраниях акционеров, начислению и выплате дивидендов.

Руководитель исполнительного органа самостоятельно решает все вопросы деятельности общества за исключением вопросов, отнесенных к исключительной компетенции общего собрания и наблюдательного совета. Он имеет право:

- без доверенности действовать от имени акционерного общества, представлять его интересы во взаимоотношениях с другими организациями, заключать договоры и контракты, включая трудовые;
- выдавать доверенности;
- открывать в банках расчетный и другие счета;
- издавать приказы и указания, обязательные для всех подчиненных ему работников;
- утверждать штат сотрудников, проводить его укомплектование.

Заседания исполнительного органа проводятся по мере необходимости, но не реже одного раза в месяц. Исполнительный орган на своем внутреннем заседании предварительно обсуждает вопросы, выносимые на обсуждение наблюдательного совета.

Управление деятельностью акционерного общества связано с особым контролем со стороны наблюдательного совета и общего собрания акционеров за совершением *крупных сделок*, а также *сделок, в которых имеется заинтересованность.*

К р у п н ы м и сделками являются:

- сделка или несколько взаимосвязанных сделок, связанных с приобретением или отчуждением имущества, стоимость которого составляет более двадцати пяти процентов балансовой стоимости активов (за исключением сделок, совершаемых в процессе осуществления обычной хозяйственной деятельности);

- сделка или несколько взаимосвязанных сделок, связанных с размещением простых акций либо привилегированных акций, конвертируемых в простые, составляющих более двадцати пяти процентов ранее размещенных обществом простых акций.

Определение стоимости имущества, являющегося предметом крупной сделки, осуществляется наблюдательным советом акционерного общества. Решение о совершении крупной сделки, предметом которой является имущество, стоимость которого составляет от 25 до 50% балансовой стоимости активов общества, принимается решением наблюдательного совета единогласно. Если же среди членов совета единогласие отсутствует, данный вопрос может быть вынесен на общее собрание акционеров. Решение о совершении крупной сделки, предметом которой является имущество, стоимость которого составляет свыше 50% балансовой стоимости активов общества, принимается решением общего собрания акционеров, большинством в три четверти голосов акционеров-владельцев голосующих акций, присутствующих на собрании.

Лицами, з а и н т е р е с о в а н н ы м и в совершении обществом сделки, признаются члены наблюдательного совета общества, лицо, занимающее должность в иных органах управления общества, акционеры, владеющие совместно со своим зависимым аффилированным лицом 20 и более процентами голосующих акций общества, если указанные лица, их супруги, родители, дети, братья, сестры, а также их аффилированные лица:

- являются стороной такой сделки или участвуют в ней в качестве представителя или посредника;

- владеют 20 или более процентами акций (долей) юридического лица, являющегося стороной сделки или участвующего в ней в качестве представителя или посредника;

- занимают должности в органах управления юридического лица, являющегося стороной сделки или участвующего в ней в качестве представителя или посредника.

Решение о заключении акционерным обществом сделки, в которой имеется заинтересованность, принимается наблюдательным советом большинством голосов членов наблюдательного совета, не заинтересованных в ее совершении. Если сумма оплаты по сделке и стоимость имущества, являющегося предметом сделки, превышает 5 процентов активов общества: а если сделка или несколько взаимосвязанных между собой сделок являются размещением голосующих акций или иных ценных бумаг общества, конвертируемых в голосующие акции в количестве, превышающем пять процентов ранее размещенных голосующих акций, и в этих сделках имеется заинтересованность, то решение по ним принимается общим собранием акционеров - владельцев голосующих акций большинством голосов акционеров, не заинтересованных в сделке. Следует иметь в виду, что наблюдательный совет или общее собрание общества могут признать недействительной сделку, в которой имелась заинтересованность. В этом случае заинтересованное лицо должно возместить обществу убытки, причиненные им обществу.

Члены наблюдательного совета, единоличный исполнительный орган и члены коллегиального исполнительного органа, а также управляющая организация несут ответственность перед акционерным обществом за ущерб, причиненный ему в результате неисполнения или ненадлежащего исполнения ими своих функций, в полном объеме по возмещению ущерба, причиненного акционерному обществу. От ответственности освобождаются члены наблюдательного совета и исполнительного органа, не принимавшие участия в голосовании или голосовавшие против решения, которое повлекло причинение обществу убытков.

Как уже отмечалось, в Узбекистане значительная часть акционерных обществ создана на базе государственных предприятий в результате приватизации. На этих предприятиях определенная часть (как правило, 25 процентов) акций принадлежит государству.

Для обеспечения интересов государства, наиболее эффективного контроля и управления такими акционерными обществами соответствующие пакеты принадлежащих государству акций могут быть переданы в *доверительное управление* юридическим и физическим лицам. Другим способом контроля деятельности предприятий с государственной долей акций (где доля государства превышает 25 процентов) является *назначение* по ним *государственных поверенных*.

Предприятия, государственные пакеты акций которых подлежат передаче в доверительное управление, определяются специальными решениями правительства Узбекистана. Государственные пакеты акций, по которым отсутствуют правительственные решения, передаются в доверительное управление Госкомимуществом. Государственные пакеты акций могут передаваться в доверительное управление юридическим и физическим лицам при условии, что эти лица обладают необходимым опытом работы в сфере маркетинга и менеджмента.

Назначение доверительного управляющего и заключение с ним соответствующего договора о доверительном управлении от имени государства осуществляет Госкомимущество на основании решения правительства, самого Госкомимущества или созданной им конкурсной комиссии. Передача государственного пакета производится на

основании заключенного договора доверительного управления посредством перевода акций по поручению Госкомимущества на счет "депо" доверительного управляющего. Договор заключается, как правило, на срок до 5 лет. Стоимость пакета акций переданного в управление, учитывается на забалансовых счетах доверительного управляющего по номинальной стоимости. Им же производится и оплата услуг депозитария по хранению переданных акций. Доверительный управляющий государственным пакетом акций акционерного общества по должности является членом наблюдательного совета акционерного общества, не подлежит избранию или переизбранию общим собранием акционеров. Он также входит в состав президиума общего собрания акционеров. Доверительный управляющий имеет право осуществлять в отношении полученного в доверительное управление государственного пакета акций все юридические и фактические действия в соответствии с законодательством и условиями договора, кроме отчуждения и использования его в качестве залога; использовать все свои полномочия в качестве члена наблюдательного совета и участника общего собрания акционеров; в случаях, предусмотренных законодательством, приобретения в собственность акций, принадлежащих государству, переданных ему в доверительное управление, получать вознаграждение в соответствии с условиями договора.

Доверительный управляющий обязан представлять интересы государства в данном акционерном обществе, осуществлять деятельность с целью повышения эффективности производства, курсовой стоимости и ликвидности акций, способствовать расширению ассортимента и улучшению качества выпускаемой продукции, требовать устранения нарушения интересов государства в отношении государственного пакета акций, обеспечивать целевое использование дивидендов по принадлежащим государству акциям на реконструкцию и техническое перевооружение управляемой акционерной компании. При возникновении задолженности акционерного общества по обязательным платежам в бюджет, заработной плате, а также в случаях ухудшения финансово-хозяйственного положения предприятия доверительный управляющий обязан потребовать созыва внеочередного общего собрания акционеров с целью переизбрания состава наблюдательного совета и исполнительного органа акционерного общества. Доверительный управляющий должен ежеквартально отчитываться о своей деятельности перед Госкомимуществом и Министерством финансов, которые осуществляют мониторинг за надлежащим исполнением договоров доверительного управления и финансово-хозяйственным состоянием предприятий.

Деятельность доверительного управляющего курируется Госкомимуществом, которое получает от последнего сведения и отчеты о

деятельности акционерной компании, предъявляет требования по исполнению условий договора, возмещению материального ущерба и упущенной выгоды в случае нарушений договора управления, если доверительным управляющим не будет доказано, что эти убытки произошли вследствие непреодолимой силы. Со своей стороны Госкомимущество обязано передать доверительному управляющему все документы и сведения, необходимые для выполнения обязанностей и осуществления прав по договору доверительного управления, оказывать содействие в управлении предприятием.

Государственные поверенные в акционерных обществах, занимающих ведущее положение в структуре экономики республики, перечень которых устанавливается решением правительства, назначаются Комиссией при Премьер-министре Республики Узбекистан по представлению Госкомимущества. В остальных акционерных обществах, где доля государственного имущества в уставном фонде превышает 25 процентов, государственные поверенные назначаются Коллегией Госкомимущества по предложениям Комплексов Кабинета Министров.

Функции государственного поверенного весьма схожи с функциями и задачами доверительного управляющего. Он является уполномоченным государственным представителем на общем собрании акционеров и наблюдательном совете акционерного общества, по должности является членом наблюдательного совета, входит в состав президиума общего собрания акционеров.

Государственные поверенные назначаются сроком на 5 лет из числа физических лиц, имеющих экономические знания и опыт работы в соответствующей сфере экономики. Их главными задачами являются:

- защита интересов государства, как акционера, обеспечение сохранности и рационального использования государственного имущества в акционерных обществах;
- оказание содействия в улучшении финансово-хозяйственной деятельности, совершенствовании управления и маркетинга, постприватизационной поддержки;
- обеспечение целевого использования дивидендов по государственному пакету акций на реконструкцию и техническое перевооружение предприятия и другие задачи, определяемые правительством;
- контроль осуществляемых мер по недопущению возникновения задолженности перед бюджетом и ухудшения экономического состояния предприятия;
- организация контроля за соблюдением акционерным обществом прав акционеров и законодательства о труде и другие.

Государственный поверенный не может быть представителем других акционеров в органах управления акционерного общества без согласия Кабинета Министров.

ГЛАВА 20. ДИВИДЕНДЫ. ПОРЯДОК ИХ ОПРЕДЕЛЕНИЯ, НАЧИСЛЕНИЯ И ВЫПЛАТЫ

Дивиденд - это часть прибыли, остающейся в распоряжении акционерного общества после уплаты налогов и обязательных платежей, осуществления реинвестиций, подлежащая распределению среди акционеров. Акционерное общество обязано выплатить объявленные по каждому виду акций дивиденды денежными средствами либо имуществом. Дивиденды распределяются между акционерами пропорционально числу и виду принадлежащих им акций. Акционерное общество может выплачивать промежуточные дивиденды (ежеквартально, раз в полгода) или годовые. Промежуточные дивиденды выплачиваются только в том случае, если их выплата не влечет за собой существенного ухудшения финансово-хозяйственного состояния компании. Решение о выплате промежуточных дивидендов принимается наблюдательным советом. Решение о выплате годовых дивидендов принимается общим собранием по рекомендации наблюдательного совета акционерного общества. При этом размер годовых дивидендов не должен быть больше рекомендованного наблюдательным советом размера и меньше выплаченных промежуточных дивидендов. Акционерная компания может принять решение о невыплате дивидендов или выплате дивидендов по привилегированным акциям в неполном размере, если даже их размер зафиксирован в уставе.

Источник выплаты дивидендов - чистая прибыль компании за текущий год. Дивиденды по привилегированным акциям могут выплачиваться за счет специально формируемого для этого резервного фонда. Дата выплаты годовых дивидендов определяется уставом акционерного общества или общим собранием акционеров компании, однако не может быть установлена позднее 31 декабря года, следующего за годом, по результатам которого начислены дивиденды. Дата выплаты промежуточных дивидендов определяется решением наблюдательного совета, однако она не может быть установлена ранее 30 дней со дня принятия такого решения.

Дивиденды выплачиваются в соответствии со специальным списком акционеров, который составляется наблюдательным советом. Если выплачиваются промежуточные дивиденды, то в список лиц, имеющих право на их получение, входят акционеры, включенные в реестр владельцев ценных бумаг не позднее чем за 30 дней до даты принятия наблюдательным советом решения о такой выплате. В случае выплаты годовых дивидендов в список акционеров, которым они должны быть выплачены, включаются держатели акций, внесенные в реестр акционеров общества на день составления списка

лиц, имеющих право участвовать в годовом общем собрании. Вначале выплачиваются дивиденды по привилегированным акциям, а затем - по простым. Если в обществе имеется прибыль, достаточная для выплаты дивидендов владельцам привилегированных акций, оно обязано их выплатить. В противном случае владельцы привилегированных акций имеют право потребовать выплаты дивидендов через суд. Если же прибыли недостаточно либо имеет место убыточная деятельность общества, дивиденды могут быть выплачены только за счет и в пределах резервного фонда.

Акционеры-нерезиденты Республики Узбекистан имеют право на конвертацию полученных ими дивидендов в свободно конвертируемую валюту по курсовой стоимости на дату начисления, которая должна проводиться уполномоченным на это государством органом. Основанием для такой конвертации служат заверенные эмитентом выписка из реестра акционеров и справка бухгалтерии акционерного общества о сумме выплаченных дивидендов и дате их начисления.

На дивиденд имеют право инвесторы, зафиксированные в реестре акционеров на момент его закрытия. Реестр закрывается за 30 дней до официально объявленной даты общего собрания акционеров.

В случае невыплаты акционерным обществом дивидендов в установленные общим собранием акционеров сроки по невыплаченным или недополученным дивидендам начисляется пеня в соответствии со средневзвешенными ставками рефинансирования Центрального банка. Акционеры вправе требовать выплаты объявленных, но не выплаченных обществом дивидендов через суд. В случае отказа в выплате объявленных дивидендов к обществу может быть применена процедура устранения неплатежеспособности (санации) или даже банкротства. Государственный орган по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг может установить опеку над акционерным обществом, имеющим долги перед своими акционерами в виде невыплаченных дивидендов, с целью его санирования.

Акционерное общество не вправе принимать решение о выплате дивидендов в следующих случаях:

- неполной оплаты уставного фонда;

- если на момент выплаты дивидендов имеются признаки его банкротства или выплата дивидендов может привести к появлению таких признаков;

- если стоимость чистых активов общества меньше суммы его уставного и резервного фонда.

Открытое акционерное общество должно опубликовать данные о размере выплачиваемых дивидендов в средствах массовой информации.

Размер дивидендов заранее не устанавливается, а зависит от результатов производственно-хозяйственной деятельности предприятия за истекший период, за исключением привилегированных акций, по которым дивиденды выплачиваются в виде заранее установленного процента к номинальной стоимости акции. В случае недостаточности суммы прибыли дивиденды по привилегированным акциям выплачиваются за счет резервного фонда. Если по итогам года размер дивидендов по привилегированным акциям окажется ниже, чем по простым акциям, то выплата по привилегированным акциям может производиться по более высоким процентам.

По решению общего собрания акционеров дивиденды могут быть выплачены в виде товаров, в виде ценных бумаг, приобретенных у других акционерных обществ, предприятий других форм собственности.

При выплате дивидендов по акциям частных лиц или членов трудового коллектива удерживается подоходный налог в соответствии с налоговым законодательством республики. Акционерная компания объявляет размер выплаты дивидендов без учета налогов с них. Государство в целях стимулирования развития рынка ценных бумаг может устанавливать временные льготы по налогообложению дивидендов. Так, в соответствии с Указом Президента Республики Узбекистан от 7 сентября 1995 года юридические и физические лица - владельцы акций - на три года были освобождены от налогов на дивиденды начиная с 1 июля 1995 года. Сумма начисленных на государственный пакет акций дивидендов облагается налогом у источника выплаты по ставке 15 процентов, то есть плательщиком налога является компания. Перечисление налога в бюджет юридическими лицами осуществляется не позднее 5 дней после окончания месяца, в котором была произведена выплата. С 1 января 1998 года 50 процентов доходов, получаемых в виде дивидендов по пакетам акций, принадлежащих государству, направляются в государственный бюджет.

Дивиденды, не востребованные владельцем акции или его наследником в установленные сроки, по истечении срока исковой давности остаются в распоряжении предприятия.

✓ Особенности начисления и выплаты дивидендов в акционерных обществах, созданных путем преобразования государственных предприятий

Акции, выпущенные в обращение в процессе преобразования государственных предприятий в акционерные общества, являются первично размещенными государственными активами до момента их реализации в установленном порядке новым собственникам и

начисление дивидендов акционерными обществами, созданными в результате приватизации, производится на всю сумму выпущенных в обращение акций в соответствии с первоначальным размером уставного фонда, включая нереализованную часть акций, принадлежащих государству на момент принятия решений об их выплате. Таким образом, в настоящее время дивиденды начисляются по всем выпущенным в обращение акциям, за исключением акций, выкупленных эмитентом из доли свободной продажи или иностранного инвестора, и находившиеся в собственности эмитента (на своем счету "депо") на дату закрытия реестра; выкупленных эмитентом из доли трудового коллектива и неразмещенных среди членов трудового коллектива. При этом на дату проведения общего собрания акционеров в реестрах акционеров в качестве собственника нереализованных акций доли свободной продажи и иностранного инвестора выступает государство в лице уполномоченного органа.

✓ **Расчет дивидендов по государственной доле акций**

Прибыль (ЧП), подлежащая распределению между акционерами, образуется после исключения из валового дохода (ВД):

себестоимости продукции (СП);

платежей в бюджет и прочих обязательных отчислений (П);

фондов специального назначения в размере не более 40 % (ФСП)[1]

$$ЧП = ВД - СП - П - ФСП$$

После указанных отчислений определяется размер дивиденда по простым акциям в процентах (за минусом суммы дивидендов по привилегированным акциям):

$$Дивиденды : \frac{ЧП - (Кп * Нп) * Пн / 100\%}{САО - САП} * 100\ \%$$

где: **САО** - сумма акций в обращении,

САП - сумма привилегированных акций,

Кп - количество привилегированных акций,

[1] В соответствии с действующим законодательством по бухгалтерскому учету в акционерных обществах обязательные отчисления в фонды специального назначения (фонд потребления, фонд развития производства, фонд социального развития и т.п.), кроме резервного фонда, не производятся. Минимальные и максимальные размеры отчислений в резервный фонд определяются общим собранием акционеров, а конкретные размеры отчислений по итогам кварталов и полугодия определяются Наблюдательным советом общества. При этом отчисления в резервный фонд должны быть не менее 5 процентов размера чистой прибыли. В целях установления должного контроля за расходованием средств из чистой прибыли компании общее собрание акционеров утверждает смету расходов, осуществляемых за счет чистой прибыли.

Нп - номинал привилегированной акции,

Пп - твердый процент по привилегированным акциям, установленный общим собранием акционеров.

Доход по акциям составит:

- по привилегированной:

(Номинал привилегированной акции • Пп) / 100%

- по простой:

(Номинал акции • Дивиденд) / 100 %

В соответствии с постановлением Кабинета Министров Республики Узбекистан № 404 от 18 августа 1997 года в составе центрального аппарата Министерства финансов республики были созданы Управление по контролю за начислением и использованием хозяйствующими субъектами дивидендов по государственной доле имущества и соответствующие отделы в составе областных финансовых органов, на которые были возложены функции учета и мониторинга всех видов доходов от государственного имущества, систематический контроль за правильностью и полнотой начисления, целевого использования дивидендов по госдоле, создание и ведение электронной базы данных о финансово-экономическом состоянии предприятий, где существует доля государства. Согласно утвержденному Министерством финансов, Госкомимуществом, Государственным налоговым комитетом и зарегистрированному Министерством юстиции за № 372 от 24 октября 1997 года "Положению о порядке контроля за использованием предприятиями дивидендов по государственным паям, пакетам акций", дивиденды по государственной доле акций могут передаваться предприятию только на возвратной основе. По итогам финансового года Госкомимущество или уполномоченный им орган по ходатайству предприятия или отраслевого органа управления, которому делегировано право управления государственной долей акций, рассматривает вопрос о передаче дивидендов по государственной доле акций на возвратной основе, на развитие и техническое перевооружение предприятия. Дивиденды по государственной доле акций передаются Госкомимуществом или уполномоченным им органом предприятию на основе договора для использования на развитие и техническое перевооружение предприятия при недостаточности собственных средств на эти цели. Сроки возврата переданных предприятию дивидендов по государственной доле акций не должны превышать пяти лет. Управление по контролю за начислением и использованием хозяйствующими субъектами дивидендов по государственной доле имущества Республики Узбе-

кистан осуществляет систематический контроль за правильностью и полнотой начисления дивидендов по государственной доле акций и при необходимости изымает в республиканский бюджет дивиденды, использованные не по назначению. Руководство акционерного общества, где имеется государственная доля акций, обязано представлять информацию контролирующему органу об итогах хозяйственной деятельности за отчетный период и о начисленных дивидендах по госдоле акций не позднее 15 дней с даты принятия решения о выплате дивидендов. Предельный срок выплаты дивидендов по госдоле акций не должен превышать четырех месяцев с даты принятия решения о выплате дивидендов.

Акционерное общество, планирующее использовать дивиденды по государственной доле акций на развитие и техническое перевооружение, должно заранее, не позднее 10 дней от даты проведения общего собрания акционеров, сообщить об этом в Госкомимущество и контролирующий орган.

Предприятие, подписавшее договор на использование дивидендов по государственной доле акций с Госкомимуществом или с уполномоченным органом, обязано представить в контролирующий орган:

- копию договора о передаче дивидендов по государственной доле акций между предприятием и Госкомимуществом;
- копию бизнес-плана развития и технического перевооружения предприятия, согласно которому привлекаются дивиденды по госдоле акций;
- обоснование необходимости привлечения дивидендов по госдоле акций;
- график представления информации и отчетов по целевому использованию средств и состояния выполнения представленного бизнес-плана в контролирующий орган (при этом периодичность отчетов должна быть не реже одного раза в полгода).

Предприятие, использующее дивиденды по государственной доле акций регулярно, два раза в год - отчитывается перед контролирующим органом, представляя ему:

- копию баланса и отчета о прибылях и убытках;
- отчет об использовании дивидендов по госдоле акций и степени исполнения утвержденного бизнес-плана;
- обоснование причин невыполненния отдельных частей бизнес-плана и программы мер, предпринимаемых для исправления ошибок.

Контролирующий орган может осуществлять плановые и внеплановые проверки выполнения программы технического перевооружения за счет использования дивидендов по госдоле акций с выездом на само предприятие.

ГЛАВА 21. КОНТРОЛЬНЫЙ ПАКЕТ АКЦИЙ. ХОЛДИНГИ. ФИНАНСОВО-ПРОМЫШЛЕННЫЕ ГРУППЫ

Если одному из взаимоучаствующих предприятий принадлежит большинство долей в уставном фонде на другом предприятии или если одно предприятие может оказывать непосредственное или косвенное решающее влияние на другое предприятие, одно из них следует рассматривать как *основное*, другое - как *зависимое* предприятие.

Под основным предприятием[1] понимается предприятие, оказывающее решающее влияние на другое самостоятельное в правовом отношении предприятие на основе обладания большинства долей в уставном фонде, либо в результате передачи ему прав по управлению пакетом акций, либо на основе договора подчинения, подписанного зависимым предприятием на добровольных началах.

✓ **Зависимые предприятия**

Хозяйственное общество является зависимым, если другое участвующее в его капитале общество имеет более двадцати процентов его голосующих акций. Зависимое хозяйственное общество является юридическим лицом. Участвующее общество обязано в установленном законом порядке незамедлительно публиковать сведения о приобретении им соответствующей части уставного фонда зависимого общества. Пределы взаимного участия хозяйственных обществ в уставных фондах друг друга и число голосов, которыми одно из таких обществ может воспользоваться на общем собрании участников или акционеров другого общества, определяются законом.

Контрольный пакет акций представляет собой любую форму участия в капитале предприятия, которая обеспечивает безусловное право принятия или отклонения определенных решений на общем собрании его участников и в его органах управления. Иными словами, под контрольным пакетом акций следует понимать ***долю акций, сосредоточенную в руках одного владельца, дающую возможность осуществлять фактический контроль над акционерным обществом.*** Теоретически контрольный пакет должен составлять 50 процентов всех выпущенных акций плюс еще одна акция, однако на практике он часто составляет 20-30%, а иногда 5-10% и даже меньшую долю от общего количества акций, так как часть акций (привилегированные) вообще не дают права голоса, а мелкие держатели акций обычно не участвуют в общих собраниях акционеров. По законодательству Республики

[1] В странах с развитой рыночной экономикой в этом случае применяется термин "господствующее предприятие"

Узбекистан решение о наличии контрольного пакета акций принимается антимонопольным органом с учетом особенностей учредительных документов и структуры капитала предприятия.

✓ **Дочерние предприятия**

Хозяйственное общество признается дочерним, если другое (основное) хозяйственное общество или товарищество в силу преобладающего участия в его уставном фонде либо в соответствии с заключенным между ними договором или иным образом имеет возможность определять решения, принимаемые таким обществом. Дочернее общество является юридическим лицом. Оно не отвечает по долгам основного общества. В случае несостоятельности (банкротства) дочернего хозяйственного общества по вине основного общества последнее несет субсидиарную ответственность по его долгам. Участники (акционеры) дочернего общества вправе требовать возмещения основным обществом убытков, причиненных по его вине дочернему обществу, если иное не установлено законом. Преобразование разгосударствляемого предприятия в дочернее допускается только с согласия его трудового коллектива, принятого на общем собрании голосами более половины всех работающих.

Широкомасштабная приватизация повлекла за собой появление огромного количества относительно независимых предприятий акционерной формы собственности. Если до приватизации эти предприятия являлись составными частями отраслевых министерств, ассоциаций и концернов, и выполняли отведенные им функции в рамках отрасли, то после акционирования такие предприятия получали большую самостоятельность и одновременно возможность все большего отчуждения, "выхода" из системы с установившейся специализацией производства, централизацией финансовых, материальных и прочих ресурсов. Опыт приватизации в других странах показывает, что в процессе акционирования некоторых отраслей интересы новых собственников (получение дивидендов даже из средств, подлежащих инвестированию, в развитие и реконструкцию, изменение направления основного вида деятельности) сталкиваются с интересами государства и отрасли. Между тем в процессе разгосударствления важно сохранить отраслевые структуры, производственные, финансовые и экономические связи в условиях, когда предприятия становятся самостоятельными не только в правовом, но и в экономическом отношении. Эта экономическая самостоятельность может иметь и свои отрицательные стороны при неумелом обращении с нею. Так, решение таких задач, как реконструкция производ-

ства, расширение объема производства, выпуск новых видов продукции, невозможны без значительных дополнительных капиталовложений, что не под силу одному предприятию. Снятие этой проблемы возможно при экономическом объединении нескольких предприятий, связанных между собой либо выпуском аналогичной продукции, либо как звенья одной технологической цепочки, либо территориально, и т. д.

Одним из реальных способов, позволяющих избежать развала существующих отраслей, является создание холдинговых компаний, которые способны заменить органы государственного отраслевого управления, осуществить переход к новым формам управления отраслью с применением таких методов и приемов, которые бы не позволили распасться сложившимся производственно-отраслевым связям.

✓ **Холдинги**

Холдингом является открытое акционерное общество, в состав которого входят контрольные пакеты акций других предприятий. Учредителями и участниками холдинга могут быть юридические и физические лица, независимо от форм собственности, включая иностранные. Предприятия, контрольные пакеты акций которых входят в состав активов холдинга, являются дочерними. Холдинг может быть дочерним предприятием другого холдинга. Активы холдинга образуются за счет ценных бумаг, имущества, переданного учредителями на договорной основе, а также приобретенного или созданного за счет холдинга, денежных средств и т.п. В состав активов холдинга наряду с контрольными пакетами акций дочерних предприятий могут входить и обычные пакеты участия (не контрольные пакеты акций). Холдинговая компания может нести ответственность по долгам дочернего предприятия на условиях, оговоренных в договоре. В то же время дочернее предприятие не может владеть акциями холдинговой компании в какой бы то ни было форме, включая залог или траст.

Создание холдинга обычно преследует следующие цели:

- учет интересов государства - иметь собственную, необходимую национальной экономике отрасль (например, автомобильную, машиностроительную промышленность и т.п.), с перспективой выхода на мировой рынок;

- учет интересов отрасли - сохранение достигнутых, но претерпевающих изменения в условиях происходящего процесса приватизации и акционирования позиций;

- централизованное определение и управление общей стратегией развития отрасли на основе экономической самостоятельности предприятий в пределах намеченных планов развития в соответствии с формой собственности;

- перераспределение функций управления и проведение единой научно-технической и инвестиционной политики;

- создание новых структур для обслуживания отрасли с учетом многообразия форм собственности предприятий, входящих в ее состав;

- учет интересов трудовых коллективов предприятий, входящих в отрасль, улучшение благосостояния людей в материальной, социально-культурной и бытовой сферах.

Негосударственными юридическими лицами холдинги могут создаваться путем:

- добровольного объединения контрольных пакетов акций негосударственных юридических лиц;

- приобретения негосударственными хозяйственными обществами контрольных пакетов акций других хозяйственных обществ.

В связи с тем, что холдинги создаются только для содействия кооперации предприятий-смежников и осуществления ими согласованной инвестиционной политики, не допускается передача холдингу или какому-либо из его дочерних предприятий прав на сбыт третьим лицам продукции дочерних предприятий холдинга (за исключением экспортных операций), а также регулирование холдингом в какой-либо форме цен на продукцию предприятий, входящих в холдинг.

Холдинги создаются с разрешения антимонопольного органа. Не допускается создание холдинга, владеющего контрольными пакетами акций предприятий, если они являются монополистами, или их совокупная доля на рынке определенной группы однородных или взаимозаменяемых продуктов превышает предельную величину, установленную антимонопольным органом, поскольку действуя в этих условиях самостоятельно или с дочерними предприятиями, холдинг может оказывать решающее влияние на условия обращения товаров, затруднять доступ на рынок другим хозяйствующим субъектам, причиняя тем самым ущерб законным интересам потребителей и общества. Запрещается создание холдингов в отдельных отраслях - таких, как торговля, материально-техническое снабжение, общественное питание, бытовое обслуживание, коммунальное хозяйство, транспорт (кроме железнодорожного, авиационного, трубопроводного и предприятий, осуществляющих международные перевозки).

Создаваемые холдинги не могут быть правопреемниками хозяйственных ассоциаций, концернов, объединений, а также органов государственного управления.

✓ **Финансовые холдинги**

Финансовым холдингом является холдинг, более 50 процентов капитала которого составляют ценные бумаги других эмитентов или иные финансовые активы. В состав активов финансового холдинга могут входить только ценные бумаги, иные финансовые активы, а также имущество, необходимое для обеспечения функционирования аппарата управления холдингом. Финансовые холдинги вправе вести исключительно инвестиционную деятельность, другие виды деятельности для них не допустимы. Финансовый холдинг не вправе вмешиваться в производственную и коммерческую деятельность дочерних предприятий. Представители финансового холдинга могут принимать участие только в собраниях акционеров дочерних предприятий, однако их участие в составе наблюдательных советов или исполнительных органов дочерних предприятий не допускается. Финансовый холдинг может совершать сделки с принадлежащими ему акциями и ценными бумагами только на фондовой бирже.

✓ **Создание холдингов в ходе разгосударствления**

Холдинги могут создаваться Госкомимуществом при разгосударствлении предприятий. Учредителями таких холдингов могут быть Госкомимущество, а также юридические и физические лица, изъявившие желание вложить собственные средства в виде паев, долей, акций. При этом число участников холдинга не ограничивается. Госкомимущество совместно с антимонопольным органом при рассмотрении вопроса о создании холдинга путем объединения пакетов акций юридически самостоятельных предприятий определяют перечень предприятий, включаемых в создаваемую холдинговую компанию, учитывая решение членов трудовых коллективов предприятий и их согласие на преобразование их предприятий в дочерние предприятия холдинга, изучают возможные способы привлечения дополнительных инвестиций.

Стоимость имущества, вносимого в уставный фонд холдинга, создаваемого без участия сторонних инвесторов, оценивается в соответствии с действующим законодательством. Если в создании холдинга участвуют сторонние инвесторы, размеры вкладов, вносимых ими, оцениваются по соглашению сторон, исходя из рыночной стоимости вносимого имущества.

Поглощением одного предприятия другим признается приобретение

последним контрольного пакета акций первого. При этом поглощающее предприятие признается холдингом (если это не имело места ранее), а поглощаемое - дочерним предприятием. Ограничения и условия ограничений на поглощение одного предприятия другим, а также объединение других предприятий регламентируются антимонопольными органами.

Поглощение предприятия не допускается в следующих случаях:

- если поглощаемое предприятие и холдинг или другие его дочерние предприятия реализуют третьим лицам аналогичные или взаимозаменяемые товары;
- если холдинг или какие-либо из его дочерних предприятий являются потребителями товара, производимого поглощаемым предприятием, и доля последнего на соответствующем рынке составляет более 35 процентов либо превышает существующий в момент слияния уровень потребления первыми соответствующего товара;
- если поглощаемое предприятие осуществляет сбыт товара, производимого холдингом или каким-либо из его дочерних предприятий, и доля первого на соответствующем рынке в момент слияния составляет более 35 процентов либо превышает долю последних.

✓ **Финансово-промышленные группы (ФПГ)**

Финансово-промышленная группа представляет собой хозяйственную ассоциацию кредитно-финансовых учреждений, инвестиционных институтов, предприятий, других учреждений и организаций, ведущую деятельность в целях получения прибыли на основе объединения капиталов путем слияния материальных и финансовых ресурсов ее участников, повышения конкурентоспособности и эффективности производства, создания рациональных технологических и кооперационных связей, увеличения экспортного потенциала, ускорения научно-технического прогресса и привлечения инвестиций. Участниками ФПГ могут быть предприятия любой организационно-правовой формы, независимо от вида собственности, а также кредитно-финансовые учреждения, инвестиционные институты, организации, в том числе и иностранные. Участниками ФПГ могут быть и коммерческие банки. При этом часть имущества коммерческих банков в уставном фонде финансово-промышленной группы не может превышать 10% этого фонда. Участники ФПГ сохраняют статус юридического лица.

Финансово-промышленные группы могут создаваться ее участниками в добровольном порядке или путем консолидации одним участником группы приобретаемых им пакетом акций других участников, по решению Кабинета Министров республики, а также на

основе межправительственных соглашений.

Формирование ФПГ в добровольном порядке или порядке консолидации пакетов акций производится путем:

- учреждения участниками группы открытого или закрытого акционерного общества, а также холдинга;
- передачи участниками группы находящихся в их собственности пакетов акций входящих в группу предприятий и финансово-кредитных учреждений в доверительное управление одному из участников группы;
- приобретения одним из участников пакетов акций других предприятий, а также учреждений и организаций, становящихся участниками группы.

При формировании ФПГ без предварительного согласования с антимонопольным органом не допускается:

- вхождение в состав участников ФПГ предприятий с численностью работников более 5 тыс. человек, а также предприятий, включенных в реестр предприятий-монополистов;
- создание ФПГ с количеством предприятий свыше 20 и суммарной численностью занятых на всех предприятиях группы более 20 тыс. человек;
- приобретение финансово-промышленной группой акций предприятий-участников других финансово-промышленных групп.

ФПГ может быть создана по решению Кабинета Министров, когда состав участников формируется только из государственных предприятий, а также учреждений, финансируемых из государственного бюджета.

При формировании ФПГ также не допускается:

- передача акций в доверительное управление предприятию или приобретение акций предприятием, в уставном капитале которого доля государственной собственности, а также собственности общественных объединений и фондов, благотворительных организаций и их предприятий превышает 25%;
- участие в ФПГ хозяйственных ассоциаций, а также холдингов, в структуре капитала которых материальные активы составляют менее 50%;
- владение входящим в группу кредитно-финансовым учреждением или инвестиционным институтом более чем 10% акций любого предприятия-участника ФПГ, а также вложение в акции предприятий этой группы более 10% активов указанных учреждений;
- перекрестное владение акциями участниками ФПГ.

Оформление статуса финансово-промышленных групп осуществляется Министерством юстиции Республики Узбекистан.

ОСНОВНЫЕ ПОНЯТИЯ И ТЕРМИНЫ

приватизация
разгосударствление
акционирование
ваучеры
этапы приватизации
принципы разгосударствления
суммарный сертификат
отчет об итогах выпуска
первичная эмиссия
вторичная эмиссия
сертификат акций
финансово-промышленная группа
глобальный сертификат
общее собрание акционеров
наблюдательный совет
исполнительный орган
ревизионная комиссия
исключительная компетенция
зависимое предприятие
дочернее предприятие
холдинг
учредительный договор
устав акционерного общества
государственная регистрация
ордер Госкомимущества
учредительная конференция
формы приватизации
акционерное общество
открытое акционерное общество
закрытое акционерное общество
уставный фонд
размещенные акции
объявленные акции
обыкновенные акции
привилегированные акции
кумулятивные акции
конвертируемые акции
решение об акционировании
контрольный пакет акций
оценка стоимости имущества
план приватизации
финансовый холдинг

НОРМАТИВНЫЕ ДОКУМЕНТЫ

1. "О разгосударствлении и приватизации". Закон Республики Узбекистан. Принят 19 ноября 1991 г.
2. "Об акционерных обществах и защите прав акционеров". Закон Республики Узбекистан. Принят 26 апреля 1996 г.
3. "О приоритетных направлениях дальнейшего развития процесса разгосударствления и приватизации в Республике Узбекистан". Указ Президента Республики Узбекистан от 15 марта 1994 г.
4. "Порядок переоценки ценностей и внесения изменений в бухгалтерский учет и отчетность юридических лиц, зарегистрированных в Республике Узбекистан в связи введением в обращение национальной валюты". Приложение к постановлению Кабинета Министров Республики Узбекистан № 307 от 20 июня 1994 г.
5. "Порядок разгосударствления и приватизации объектов государственной собственности Республики Узбекистан". Утвержден Госкомимуществом Республики Узбекистан. Зарегистрирован Министерством юстиции Республики Узбекистан 23 мая 1997 г.
6. Положение "О холдингах". Утверждено постановлением Кабинета Ми-

нистров Республики Узбекистан № 398 от 12 октября 1995 г.

7. Положение "О финансово-промышленных группах". Утверждено Постановлением Кабинета Министров Республики Узбекистан № 354 от 12 сентября 1995 г.

8. "Об организационных мерах по преобразованию государственных предприятий в акционерные общества открытого типа". Постановление Кабинета Министров Республики Узбекистан № 221 от 15 июня 1995 г.

9. "О мерах по совершенствованию системы управления акционерными обществами". Постановление Кабинета Министров Республики Узбекистан № 361 от 22 августа 1998 г.

10. "Порядок учета и контроля использования дивидендов по государственной доле акций акционерных обществ. Утвержден Госкомимуществом Республики Узбекистан". Зарегистрирован Министерством юстиции Республики Узбекистан за № 369 30 июля 1996 г.

11. "О порядке начисления, выплаты и использования дивидендов в акционерных обществах" Письмо Госкомимущества Республики Узбекистан № 02-98 от 8 мая 1998 года и Министерства финансов Республики Узбекистан № 30-01-9/103 от 8 мая 1998 г.

12 "Положение о порядке контроля за использованием предприятиями дивидендов по государственным паям, пакетам акций". Утверждено Министерством финансов, Государственным налоговым комитетом, Госкомимуществом, зарегистрировано Министерством юстиции за № 327 24 октября 1997 г.

ЛИТЕРАТУРА

1. Каримов И.А. Узбекистан на пути углубления экономических реформ. Часть I. Итоги и уроки первого этапа экономических реформ. Глава 1.3. Приватизация государственного имущества и формирование основ многоукладной экономики. - Ташкент: Узбекистан, 1995.

2. Гафуров Ш.Р., Шаулов Д.И., Кан У.Т. Справочник акционера и предпринимателя. - Ташкент: Узбекистон, 1996.

3. Портфель приватизации и инвестирования. Под ред. Н.Я. Петракова - М.: Соминтэк, 1992.

4. Хойер В. Как делать бизнес в Европе. - М.: Прогресс, 1990.

5. Чжен В.А. Основы приватизации. - Ташкент: Госкомимущество, 1996

РАЗДЕЛ IV. ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ИНСТИТУТЫ

ГЛАВА 22. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА ИНВЕСТИЦИОННЫХ ИНСТИТУТОВ

Инвестиционные институты - это профессиональные участники рынка ценных бумаг, осуществляющие свою деятельность с ценными бумагами как основную.

Указание на основной вид деятельности должно быть обязательно отражено в уставе юридического лица, являющегося инвестиционным институтом (это - первая особенность, отличающая инвестиционные институты от обычных хозяйствующих субъектов). В других странах инвестиционные институты определяются как организации, осуществляющие свою деятельность на рынке ценных бумаг как исключительную[1]. Что же такое "основной" и "исключительный" виды деятельности? К сожалению, на этот вопрос в законодательстве Узбекистана точного ответа пока нет. Требование об исключительном или основном виде деятельности для инвестиционных институтов продиктовано стремлением регулирующих органов обеспечить высокую специализацию и тем самым добиться высокого уровня профессионализма тех хозяйствующих субъектов, которые постоянно работают с ценными бумагами, с тем, чтобы в конечном итоге максимально защитить интересы инвесторов. Однако в настоящее время, когда отечественный фондовый рынок находится лишь в стадии формирования, ликвидность ценных бумаг невысока, организациям, претендующим на получение статуса инвестиционного института, при таком условии было бы крайне трудно обеспечивать свою жизнедеятельность. Нет ничего опасного в том, что организации, работающие профессионально на фондовом рынке, могли бы поддерживать себя на этапе его становления за счет доходов, получаемых от других, не запрещенных к совмещению с деятельностью конкретного инвестиционного института, видов деятельности. Между тем, законодательство запрещает совмещение некоторых видов деятельности на рынке ценных бумаг. В частности, инвестиционные консультанты, инвестиционные фонды и управляющие компании не имеют права совмещать присущий им вид деятельности с другими видами профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг. Реестродержатели не могут совмещать деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг с другими видами профессиональной деятельности на фондовом рынке, кроме депозитарной.

[1] См. Российское законодательство о рынке ценных бумаг

Эти ограничения необходимы для защиты инвесторов, минимизации их рисков при инвестировании в ценные бумаги, а также исключения возможности пересечения интересов инвестиционного института и клиента и возникновения в этой связи конфликтных ситуаций. Объединение различных видов деятельности на рынке ценных бумаг Узбекистана реализуется через выдачу одному и тому же лицу нескольких лицензий на деятельность в качестве различных видов инвестиционных институтов. Возможные варианты совмещения такой деятельности на рынке ценных бумаг рассмотрены в нижеприведенной таблице.

ВОЗМОЖНЫЕ ВАРИАНТЫ СОВМЕЩЕНИЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ РАЗЛИЧНЫМИ ВИДАМИ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ИНСТИТУТОВ

	Инвестиционные посредники	Инвестиционные консультанты	Инвестиционные компании	Инвестиционные фонды	Реестродержатели	Депозитарии	Расчетно-клиринговые организации	Управляющие компании	Номинальные держатели ценных бумаг
Инвестиционные посредники		-	+	-	-	-	-	-	+
Инвестиционные консультанты	-		-	-	-	-	-	-	-
Инвестиционные компании	+	-		-	-	-	-	-	-
Инвестиционные фонды	-	-	-		-	-	-	-	-
Реестродержатели	-	-	-	-		+	-	-	-
Депозитарии	-	-	-	-	+		-	-	+
Расчетно-клиринговые организации	-	-	-	-	-	-		-	+
Управляющие компании	-	-	-	-	-	-	-		+
Номинальные держатели ценных бумаг	+	-	+	-	-	+	+	+	

Примечание:
"+" - возможность совмещения видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг;
"-" - невозможность совмещения видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг

В качестве инвестиционных институтов могут выступать юриди-

ческие и физические лица. Деятельность инвестиционных институтов - юридических лиц подлежит лицензированию. Лицензии выдаются сроком на 5 лет. Лицензирование инвестиционных институтов является способом контроля за их деятельностью со стороны государства. Каждому виду деятельности на рынке ценных бумаг соответствует определенная лицензия органа, регулирующего этот рынок. Физические лица могут осуществлять профессиональную деятельность на рынке ценных бумаг только в качестве инвестиционных консультантов и инвестиционных посредников. Для осуществления этой деятельности физические лица должны зарегистрироваться в качестве предпринимателей в местных органах власти и иметь квалификационный аттестат и лицензию, выданные органом государственного регулирования фондового рынка. Квалификационный аттестат выдается сроком на 3 года.

Второй отличительной особенностью инвестиционных институтов является то, что основной контингент их сотрудников подлежит обязательной аттестации в органе, ответственном за состояние фондового рынка, в частности:

- руководители инвестиционных институтов;
- специалисты инвестиционного института, непосредственно участвующие в заключении сделок с ценными бумагами от лица инвестиционного института, а также работающие с клиентами.

Качество аттестованных специалистов, работающих в инвестиционном институте и имеющих право подписи документов по совершению сделок с ценными бумагами, должно быть не менее двух.

И, наконец, третьей отличительной особенностью инвестиционных институтов является то, что они должны обладать *достаточностью собственного капитала, под которым понимается величина, состоящая из уставного, добавленного, резервного капитала и нераспределенной прибыли.* В целях обеспечения достаточности собственного капитала инвестиционные институты должны выдерживать специально установленные для каждого из них *экономические нормативы*:

1. Минимальный размер уставного фонда.

2. Коэффициент соотношения собственного капитала и средств клиентов, определяемый по формуле:

$$H_1 = \frac{C}{K}, \text{ где}$$

H_1 - коэффициент соотношения собственного капитала и средств клиентов;

С - собственный капитал инвестиционного института;

К - совокупные средства клиентов.

3. Максимальный размер риска для одного клиента устанавливается как отношение собственного капитала инвестиционного института к совокупной величине средств, предоставленных одним клиентом, по формуле:

$$Н_2 = \frac{С}{1К}, \text{ где}$$

$Н_2$ - коэффициент риска;

С - собственный капитал инвестиционного института;

1К - сумма средств, предоставленных одним клиентом.

Значения обязательных экономических нормативов, установленных для конкретных видов инвестиционных институтов, будут рассмотрены нами при более глубоком рассмотрении их деятельности в последующих главах.

Как отмечалось выше, до 1996 года для того, чтобы осуществлять любой вид профессиональной деятельности на фондовом рынке Узбекистана достаточно было получить лицензию на посредническую деятельность на рынке ценных бумаг. Основное развитие к этому времени получили такие виды деятельности, как брокерская, дилерская, консультационная и депозитарная (в рамках единственного, но крупного Национального депозитария "ВАКТ"), причем особенно широкое распространение получило совмещение брокерско-дилерской деятельности с консультационной.[1] С принятием в марте 1996 г. Закона "О механизме функционирования рынка ценных бумаг" на каждый вид деятельности необходимо было получать отдельные лицензии и, кроме того, вводился запрет на совмещение отдельных видов деятельности. С этого времени наблюдается резкое качественное изменение в составе инвестиционных институтов. Растет число депозитариев, создаются и увеличиваются в количестве реестродержатели, приватизационные инвестиционные фонды и управляющие компании. Структура инвестиционных институтов Узбекистана в абсолютном и относительном виде по состоянию на 1 января 2000 года представлена в таблице.

[1] В процессе широкомасштабной приватизации в период с апреля 1994 г. по март 1996 г. огромную роль сыграли инвестиционные посредники, которые выполняли порой самую трудоемкую консультационную работу по преобразованию государственных предприятий в акционерные общества, начиная с оценки стоимости имущества, определения уставного капитала будущего общества, подготовки учредительных документов, регистрации проспектов эмиссий и выпусков акций в Национальном депозитарии и заканчивая представлением интересов предприятия на биржевом и внебиржевом рынках. За свои консультационные услуги, которые несколько отличались от сегодняшнего инвестиционного консультирования, брокеры получали право осуществлять сделки по купле-продаже акций на биржевом и внебиржевом рынках по поручению такой акционерной компании и, соответственно, вознаграждение.

СТРУКТУРА ИНВЕСТИЦИОННЫХ ИНСТИТУТОВ УЗБЕКИСТАНА[1]

№ п/п	Виды инвестиционных институтов	Кол-во	В процентах к общему количеству
1	Инвестиционные посредники	134	35,2
2	Инвестиционные консультанты	29	7,6
3	Инвестиционные компании	22	5,8
4	Инвестиционные фонды	4	1,0
5	Приватизационные инвестиционные фонды	61	16,0
6	Управляющие компании	46	12,1
7	Депозитарии	21	5,5
8	Расчетно-клиринговые организации	2	0,5
9	Реестродержатели	56	14,7
10	Номинальные держатели	6	1,6
	Итого, общее количество:	381	100

ГЛАВА 23. ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ПОСРЕДНИКИ

Инвестиционные посредники (брокеры-дилеры) являются наиболее многочисленным и старшим по возрасту отрядом среди профессиональных участников фондового рынка.

Инвестиционный посредник - это инвестиционный институт, осуществляющий на рынке ценных бумаг брокерскую и дилерскую деятельность. Инвестиционные посредники могут быть созданы в любой организационно-правовой форме и осуществлять свои функции как на биржевом, так и внебиржевом рынках ценных бумаг. Физические лица также могут выступать в качестве инвестиционного посредника. Для этого они должны быть зарегистрированы в органах государственной власти на местах (в хокимиятах по месту жительства), иметь соответствующее разрешение на индивидуальную трудовую деятельность, квалификационный аттестат на право совершения операций с ценными бумагами и приобрести на фондовой бирже брокерское место (стать полноправным членом биржи).

Брокерской деятельностью признается совершение сделок с ценными бумагами за вознаграждение в качестве поверенного или комиссионера, действующего на основании договоров-поручения или комиссии либо доверенности на совершение таких сделок.

По *договору поручения* одна сторона (поверенный) обязуется совершить от имени и за счет другой стороны (доверителя) определенные юридические действия. По сделке, совершенной поверенным, права и обязанности возникают непосредственно у доверителя. Поручение может касаться совершения поверенным одно-

[1] Расчитано на основании сведений Ежеквартального бюллетеня Госкомимущества Республики Узбекистан по итогам 1999 г. - Ташкент: 2000. - С. 39

го или нескольких определенных юридических действий либо ведения дел доверителя в соответствии с его указаниями. Доверитель обязан уплатить поверенному вознаграждение, если это предусмотрено договором-поручением. Вознаграждение подлежит выплате и тогда, когда поверенный надлежащим образом совершил все требуемые действия, но поручение не было выполнено не по его вине: Поверенный обязан исполнять данное ему поручение в соответствии с указаниями доверителя, которые, в свою очередь, должны быть конкретными, дозволенными и возможными.

По договору комиссии одна сторона (комиссионер) обязуется по поручению другой стороны (комитента) за вознаграждение совершить одну или несколько сделок **от своего имени, но за счет комитента**. По сделке, совершенной комиссионером с третьим лицом, приобретает права и становится обязанным комиссионер, если даже комитент и был назван в сделке или вступил с третьим лицом в непосредственные отношения по исполнению сделки. Если комиссионер совершил сделку на условиях более выгодных, чем те, которые были указаны комитентом, то дополнительная выгода делится сторонами поровну, если иное не было предусмотрено договором. Комиссионер не отвечает перед комитентом за неисполнение третьим лицом сделки, за исключением некоторых случаев, оговоренных Гражданским кодексом Республики Узбекистан. Договор комиссии может предусматривать обязательство хранить денежные средства, предназначенные для инвестирования в ценные бумаги или полученные в результате продажи ценных бумаг, у брокера на забалансовых счетах, а также право их использования брокером до момента возврата этих денежных средств клиенту в соответствии с условиями договора.

В соответствии с действующим законодательством *брокер обязан:*

- исполнить данное ему поручение лично, если иное не предусмотрено договором или не будет вызвано обстоятельствами, связанными с необходимостью охраны интересов клиента;

- информировать клиента по его требованию о ходе исполнения поручения;

- передать клиенту без промедления все полученное по сделкам, совершенным во исполнение поручения;

- сразу после исполнения поручения возвратить клиенту доверенность, срок действия которой не истек, и представить отчет с приложением оправдательных документов, если это требуется по условиям договора и характеру поручения;

- не заключать договор поручения на покупку ценных бумаг, если нет уверенности в том, что клиент сможет оплатить сделку;

- не заключать договор поручения на продажу ценных бумаг, если отсутствует гарантия того, что клиент действительно имеет эти ценные бумаги и сможет предоставить их в распоряжение инвестиционного посредника в течение 5 рабочих дней с момента передачи поручения;

- незамедлительно после совершения сделки или по истечении времени действия поручения сообщать клиенту о факте заключения или незаключения сделки с ценными бумагами и ее результатах;

- при получении от клиента доверенности на совершение от его имени серии операций с ценными бумагами или об управлении активами клиента действовать строго в рамках полномочий, оговоренных в доверенности, в которой должны быть установлены все условия взаимоотношений клиента и брокера.

Клиент может предоставить брокеру право отступать от указаний, данных в договоре, если это продиктовано интересами клиента. Причем брокер может это делать с предварительным запросом или без него, но с обязательным последующим уведомлением клиента в кратчайший срок.

Со своей стороны *клиенты должны* обеспечивать брокеров средствами, необходимыми для исполнения поручения, принимать без промедления исполненное брокером (например, купленные ценные бумаги, оформленные документы) в соответствии с договором, возмещать брокеру понесенные расходы, которые были необходимы для исполнения поручения, а после этого выплатить брокеру вознаграждение, если оно было предусмотрено. Клиент или его поверенный по договору поручения имеют право до исполнения договора в одностороннем порядке прекратить его действие.

Дилерской деятельностью признается совершение сделок купли-продажи ценных бумаг от своего имени и за свой счет путем публичного объявления цен покупки и (или) продажи определенных ценных бумаг с обязательством покупки и (или) продажи этих ценных бумаг по объявленным ценам.

Дилеры обязаны:

- до совершения сделки с ценными бумагами публично объявлять твердые стартовые цены покупки и продажи ценных бумаг;

- заключать сделки с лицами, обратившимися к ним с предложениями о покупке или продаже ценных бумаг, точно в соответствии

с заранее объявленными ценами и количеством ценных бумаг и не уклоняться от заключения таких сделок.

Помимо цены, дилеры могут объявить и другие существенные условия договора купли-продажи ценных бумаг: минимальное и максимальное количество покупаемых или продаваемых ценных бумаг, а также срок, в течение которого действуют объявленные цены. При отсутствии в объявлении существенных условий дилеры обязаны заключать договора на существенных условиях, предложенных клиентами.

До совершения сделки инвестиционный посредник обязан *письменно раскрыть своему клиенту следующую информацию:*

а) вид профессиональной деятельности по ценным бумагам, которой он занимается в связи с осуществлением конкретной сделки и оказанием услуг;

б) размер (ставки) дилерского сбора, комиссионного вознаграждения, платы за консультационные услуги; [1]

в) номер и дату выдачи полученной им лицензии на осуществление профессиональной деятельности с ценными бумагами и свою квалификацию.

При совершении сделки с ценными бумагами *клиент и инвестиционный посредник должны прийти к соглашению по следующим условиям:*

1) вид и полное наименование ценных бумаг;

2) срок и способ передачи ценных бумаг и их оплаты, условия страхования коммерческого риска по сделке, если таковой имеется;

3) размер комиссионного вознаграждения за исполнение сделки.

Инвестиционные посредники обязаны по первому требованию клиента представлять ему договора купли-продажи ценных бумаг, заключенные по его поручениям, и доводить до его сведения (в своих отчетах по сделкам) следующую информацию:

- полное наименование купленных или проданных ценных бумаг с номером их государственной регистрации;
- количество купленных или проданных ценных бумаг и их номинал;
- цену сделки;
- сумму дилерского сбора, комиссионного (брокерского) вознаграждения, плату за консультационные услуги и иные сборы и платежи;
- суммы уплаченных по данной сделке налогов и иных обязательных платежей;
- порядок, время и способы осуществления расчетов, поставки

[1] Здесь и далее в этом параграфе консультационные услуги рассматриваются не как самостоятельный, требующий специальной лицензии вид деятельности на рынке ценных бумаг, а только лишь как вспомогательный, необходимый для разъяснения брокером клиенту его прав и обязанностей, видов приказов, правил торговли и пр., то есть не соответствующий деятельности инвестиционного консультанта.

приобретенных ценных бумаг.

Инвестиционный посредник обязан осуществлять раскрытие информации о своих операциях с ценными бумагами в случаях, когда он произвел:

- в течение квартала операции исключительно с одним видом ценных бумаг одного эмитента;
- разовую операцию с одним видом ценных бумаг одного эмитента, если количество ценных бумаг по этой операции составило не менее 15 процентов от общего количества этих ценных бумаг.

При покупке ценных бумаг может быть использован кредит. Клиенты, дающие поручение на такую покупку ценных бумаг, могут получить кредит под нее у обслуживающего их инвестиционного посредника при наличии у него лицензии на проведение банковских операций. Иными словами, сделки с использованием кредита инвестиционного посредника возможны только в том случае, если им выступает кредитное учреждение (банк). Если же инвестор приобретает ценные бумаги с использованием кредита банка и при этом прибегает к услугам инвестиционного посредника - небанковского учреждения, он обязан его уведомить, что частично источником оплаты ценных бумаг будут заемные средства. Доля заемных средств, привлекаемых для покупки ценных бумаг, не может быть более 50 процентов общей стоимости приобретаемых ценных бумаг.

Размер уставного фонда инвестиционного посредника должен быть не менее 500 минимальных заработных плат[1], при этом высоколиквидные активы должны составлять не менее 50 процентов от уставного фонда.[2]

Значения коэффициентов соотношения собственного и заемного капитала, а также максимального размера риска для одного клиента должны составлять соответственно: $H_1 \geq 1$; $H_2 \geq 1$.

При этом в случае, если инвестиционный посредник (брокер покупателя) действует по договору комиссии, то есть от имени и за счет клиента, отношение собственных средств посредника к размеру средств клиента не может быть менее 0,025.

В экономической литературе, а также в практике наблюдается терминологическая путаница, связанная с наименованиями профессиональных участников рынка ценных бумаг. Иногда под словом "брокер" понимают инвестиционный институт, осуществляющий соответствующий вид деятельности на фондовом рынке, а в некоторых случаях - конкретного представителя (сотрудника) инвестиционно-

[1] Здесь и далее под минимальной заработной платой имеется в виду минимальный размер заработной платы, установленный на данный момент Кабинетом Министров Республики Узбекистан.

[2] Высоколиквидными активами считаются имеющиеся в распоряжении предприятия наличные и безналичные денежные средства, а также векселя банков и государственные краткосрочные облигации.

го института, представляющего, например, интересы инвестиционного института на фондовой бирже или внебиржевом рынке. В ряде случаев с понятием "брокер" связывают физическое лицо, имеющее разрешение на индивидуальную трудовую деятельность с ценными бумагами, работающее на фондовой бирже. В целях упорядочения терминологии с учетом преобладающих тенденций международной и отечественной практики фондового рынка целесообразно придерживаться следующих понятий:

инвестиционный брокер - сотрудник организации, являющейся инвестиционным посредником;

инвестиционный посредник - юридическое лицо - инвестиционный институт, осуществляющий брокерскую (и дилерскую) деятельность на рынке ценных бумаг;

индивидуальный инвестиционный посредник - прошедшее специальную аттестацию физическое лицо, получившее разрешение в местных органах власти на индивидуальную брокерскую и дилерскую деятельность на биржевом рынке ценных бумаг.

Из истории брокерского движения в Узбекистане

Подготовка первых брокеров на рынке ценных бумаг в Узбекистане началась осенью 1991 года. В соответствии с Правилами осуществления операций с ценными бумагами в Фондовом отделе Биржи "Тошкент" условием допуска к работе в фондовой секции торгового зала биржи являлось предварительное прохождение специального месячного курса обучения "Акционирование. Операции с ценными бумагами" в Национальном университете бизнеса, организованного самой биржей. Каких-либо других требований, например, со стороны Министерства финансов к лицам, желающим посвятить себя работе на фондовом рынке, тогда еще не существовало. Основной контингент желающих работать с ценными бумагами был представлен брокерами товарной секции биржи. Лица, закончившие обучение по вышеуказанному курсу, после сдачи экзаменов и защиты выпускных рефератов получали специальный сертификат, который давал право на прохождение аттестации перед Квалификационной комиссией Фондового отдела биржи. К началу регулярных торгов в Фондовом отделе было зарегистрировано чуть более десятка инвестиционных посредников. Весь 1992 год характеризовался достаточно высоким по тем временам ростом работающих с ценными бумагами брокерских фирм (их количество увеличилось до 50) и началом осуществления ими реальных операций с фондовыми ценностями. Комиссионное вознаграждение за выполненные услуги определялось по договоренности с клиентом, поскольку законодательно установленных границ комиссионных не существовало. Брокеры могли работать и на товарном рынке, и одновременно при наличии соответствующих документов, на биржевом фондовом рынке. В начале 90-х годов посреднические операции с ценными бумагами и брокерскими местами осуществлялись и вне биржи, лицами, не имеющими какой-либо квалификации. Однако в основном это были случайные сделки. С июня 1994 года началась массовая аттестация инвестиционных брокеров в Министерстве финансов. Посредничество было преобладающим видом профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг Узбекистана. При этом брокеры широко совмещали свой основной вид деятельности с другими видами профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, в частности, с инвестиционным консультированием.

ГЛАВА 24. ИНВЕСТИЦИОННЫЕ КОНСУЛЬТАНТЫ

Инвестиционный консультант - это инвестиционный институт, занимающийся консультационной деятельностью. Консультационная деятельность предполагает оказание услуг по анализу, прогнозу состояния рынка ценных бумаг и его участников, экспертизе, разработке и рекомендации финансовых инструментов, консультационные услуги по вопросам выпуска, размещения и обращения ценных бумаг, переподготовке специалистов, а также осуществлению инвестиционной политики юридическими и физическими лицами. В отличие от других видов инвестиционных институтов инвестиционным консультантом может быть юридическое или физическое лицо. Особенностью деятельности инвестиционного консультанта на рынке ценных бумаг Узбекистана является то, что он не вправе давать потенциальному инвестору рекомендации по покупке или продаже конкретных ценных бумаг, а может лишь предоставлять ему необходимую информацию для принятия инвестором самостоятельного решения.

Минимальный уставный капитал инвестиционного консультанта – 100 минимальных заработных плат. Для инвестиционных консультантов коэффициенты H_1 и H_2 в качестве экономических нормативов не применяются.

Инвестиционные консультанты осуществляют следующие виды работ:

а) разработка концепций создания акционерных обществ, выпуска ценных бумаг в обращение, подготовка проспекта эмиссии, содействие в регистрации проспекта эмиссии в уполномоченных государством органах;

б) подготовка и проведение работ, связанных с преобразованием государственных предприятий в акционерные общества, разработка проектов учредительных документов и содействие в их регистрации, регистрация выпуска ценных бумаг в депозитарии, представление интересов приватизируемого предприятия во всех органах государственного управления по вопросам акционирования и т.п.;

в) профессиональное обучение (подготовка и переподготовка специалистов в области рынка ценных бумаг);

г) формирование баз данных по эмитентам, инвесторам, инвестиционным институтам, с последующим оказанием информационных услуг участникам рынка ценных бумаг: выпуск специальных бюллетеней, вестников, предоставление на заказ информации о деятельности эмитентов, их ценных бумагах, рекомендации по выбору посредников и т.п.;

д) организация рекламирования тех или иных ценных бумаг по поручению клиента;

е) консалтинг, связанный с деятельностью на фондовом рынке эмитентов, инвестиционных институтов (рекомендации по контрагентам, подбору и расстановке кадров, проведению общих собраний акционеров;

ж) консультирование в области законодательства о рынке ценных бумаг его участников;

з) оказание содействия (сопровождение) в допуске ценных бумаг к биржевым торгам, включая подготовку пакета документов, необходимых для прохождения процедуры листинга;

и) разработка и экспертиза инвестиционных проектов;

к) анализ ситуации на рынке ценных бумаг (ценообразование, прогнозирование конъюнктуры рынка, возможность совершения операций с ценными бумагами и т.п.);

л) представительство интересов участников рынка ценных бумаг при совершении сделок, разрешение споров между контрагентами в качестве третейского судьи;

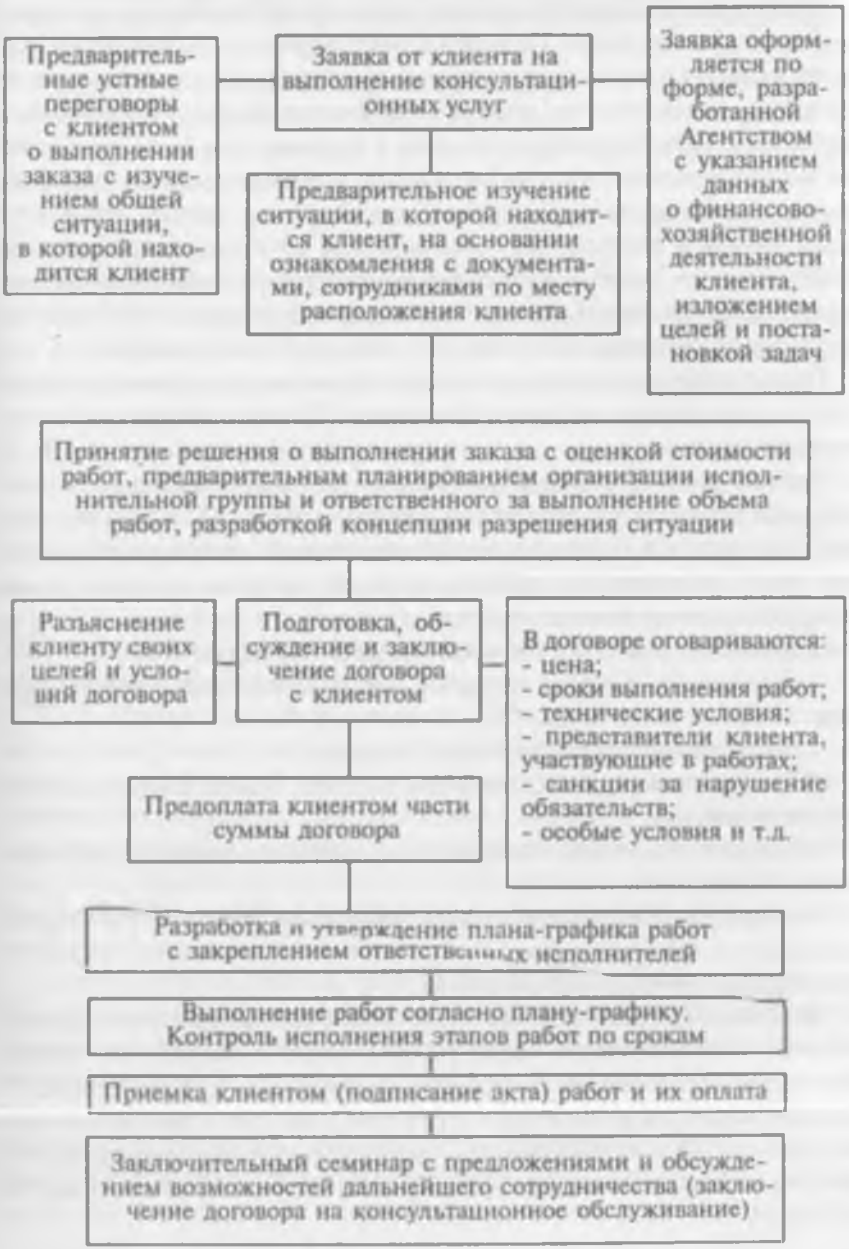
м) оценка эмитента и его ценных бумаг для подготовки осуществления инвестиций;

н) оказание услуг по возврату инвестированных средств в связи с отказом инвестора от дальнейшего участия в проекте.

До принятия в 1996 году Закона "О механизме функционирования рынка ценных бумаг" консультационной деятельностью могли заниматься брокеры, дилеры, инвестиционные фонды, инвестиционные компании и другие виды инвестиционных институтов. С принятием вышеуказанного закона в Узбекистане не допускается совмещение деятельности инвестиционного консультанта с другими видами деятельности на рынке ценных бумаг.

Самым крупным среди инвестиционных консультантов в Узбекистане является Агентство "Консаудитинформ", имеющее 15 дочерних предприятий (в каждом областном центре республики, городах Ташкенте и Турткуле). Агентство осуществляет выпуск двух изданий: ежемесячного Информационного бюллетеня Центра по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг и Агентства "Консаудитинформ" "Рынок ценных бумаг", где анализируется ситуация на всех сегментах фондового рынка, определяется рейтинг инвестиционных посредников, публикуются статьи ведущих специалистов, а также нормативные акты, по регулированию фондового рынка, и ежеквартальный "Обзор финансового рынка Узбекистана", в котором, помимо указанных сегментов рынка, под-

Технологическая схема взаимодействия инвестиционного консультанта с клиентом (на примере Агентства "Консаудитинформ")



робнее освещается ситуация на денежном, кредитном, валютном рынке во взаимоувязке с макроэкономическими процессами и тенденциями развития экономики.

Получение сведений о клиенте является обязанностью инвестиционного консультанта. Полнота и достоверность информации, которой клиент пожелает поделиться, в значительной степени зависит от его уверенности в том, что эта информация не станет достоянием других лиц. Именно поэтому законы и подзаконные акты ряда стран обязывают консультантов не разглашать конфиденциальную информацию о финансовом положении клиентов, не использовать ее в целях личного обогащения, отказываться от предоставления консультационных услуг, если клиент не сообщает о себе никаких сведений, в обязательном порядке раскрывать перед ним информацию о собственных интересах к тем или иным ценным бумагам.

Технологическая схема взаимодействия инвестиционного консультанта с клиентом на примере Агентства "Консаудитинформ" представлена на схеме.

Прежде всего инвестиционному консультанту необходимо в полной мере представить себе цели, которые клиент рассчитывает достичь в результате осуществления инвестиций, мотивы, побуждающие его к достижению указанных целей, а также степень риска, которую вкладчик готов допустить.

Основными инвестиционными целями являются:

- обеспечение наиболее надежной защиты сбережений от обесценения;
- получение высокого текущего дохода;
- стремление выгодно поместить средства с расчетом на длительную перспективу;
- попытки в короткий срок достичь максимального прироста вложенных средств;
- намерение обеспечить одновременное достижение перечисленных выше целей в разных комбинациях с неодинаковыми приоритетами, отдаваемыми каждой из них.

Мотивы, обусловливающие стремление клиента достичь определенной инвестиционной цели, разнообразны и зависят от множества индивидуальных обстоятельств. Однако здесь можно проследить определенные закономерности с учетом, как уже отмечалось, возрастных особенностей клиентов, особенностей его темперамента, материального положения, социального статуса и некоторых других факторов.

Результаты инвестирования связаны со степенью их рискованности. Поэтому инвестиционному консультанту необходимо учитывать спектр рисков, которые клиент считал бы возможным на себя принять. Основные риски при инвестировании связаны с возможностью:

- полной потери всех вложенных средств;
- потери определенной части сбережений;
- обесценения вложенных в ценные бумаги средств, при сохранении их номинальной стоимости;
- невыплаты полностью или частично ожидаемого дохода по вложенным средствам;
- задержкой в получении доходов.

Ряд исследований, проведенных на Западе, показал, что желание людей рисковать определяется тремя основными факторами: особенностями характера, возрастом и материальным положением.

После определения инвестиционных целей консультант должен наметить наиболее эффективные пути их реализации. Для этого необходимо прежде всего получить информацию о финансовом состоянии клиента. После того, как будет установлена величина ресурсов, которые клиент может выделить для помещения в инструменты фондового рынка, а также осуществлена разбивка суммы по времени, консультант приступает к составлению глобального инвестиционного плана и определению приемлемых для клиента направлений помещения накоплений и сбережений.

При выработке инвестиционной стратегии и тактики инвестиционные консультанты используют богатый арсенал разнообразных методов оценки будущей стоимости инвестиций, прибегают к фундаментальному анализу, позволяющему глубоко и всесторонне уяснить положение дел в какой-либо сфере фондового рынка, или опираются на приемы технического анализа, дающие возможность спрогнозировать изменение рыночной конъюнктуры (см. раздел VIII, гл. 53).

Особое значение деятельность инвестиционного консультанта приобретает в условиях интеграции отечественного фондового рынка в международный. При этом отечественные инвестиционные консультанты работают на стыке различных видов деятельности - непосредственно инвестиционного консультирования, оценки имущества, стоимости ценных бумаг, трансформации показателей бухгалтерского баланса и финансовой отчетности узбекских предприятий в формы, понятные иностранным инвесторам, оказанию услуг юридического характера.

ГЛАВА 25. ИНВЕСТИЦИОННЫЕ КОМПАНИИ

Инвестиционной компанией является юридическое лицо, осуществляющее выпуск ценных бумаг, вложение средств в ценные бумаги, куплю-продажу ценных бумаг от своего имени и за свой счет.[1]

Инвестиционные компании формируют свои ресурсы только за счет средств учредителей, а также реинвестированных собственных средств и осуществляют эмиссию собственных ценных бумаг, реализуемых юридическим и физическим лицам.

Основными функциями инвестиционных компаний являются:

1. Организация выпуска ценных бумаг и гарантирование эмитенту (учредителям) их размещения.
2. Инвестиции в ценные бумаги.
3. Операции с ценными бумагами (купля-продажа) за свой счет и на собственный риск (дилерская деятельность).

✓ **Инвестиционные компании в Узбекистане**

Первые инвестиционные компании появились в Узбекистане в конце 1992 года. Самой крупной из них являлась Узбекская финансово-инвестиционная компания "Тошкент" ("Узфининвест"), образованная на базе Республиканской универсальной товарно-фондовой биржи "Тошкент" (отсюда и преемственность наименований). Инвестиционные компании до принятия Закона "О механизме функционирования рынка ценных бумаг" работали на основе Закона "О предприятиях". Специального законодательства, регулирующего их деятельность в качестве инвестиционного института не существовало. Поэтому большинство инвестиционных компаний занималось коммерческой и другой деятельностью, не связанной с рынком ценных бумаг. Когда же в 1996 году вышли некоторые ограничения деятельности инвестиционных компаний (они не могли формировать свои привлеченные ресурсы за счет вкладов и средств населения), большинство из них изменили свой статус, преобразовавшись в другие виды инвестиционных институтов (как правило, в управляющие компании).

Одним из главных направлений деятельности инвестиционной компании является *андеррайтинг* - покупка или гарантирование размещения ценных бумаг среди инвесторов. К андеррайтингу относятся: определение условий и подготовка новых выпусков ценных бумаг, покупка их у эмитентов с тем, чтобы потом перепродать ценные бумаги инвесторам, гарантирование размещения, создание синдикатов по подписке или групп по продаже новых выпусков.

[1] То, что мы называем инвестиционной компанией, в американской практике считается инвестиционным банком.

Андеррайтер - это инвестиционный институт, обслуживающий и гарантирующий первичное размещение ценных бумаг, осуществляющий их покупку у эмитента для последующей перепродажи частным инвесторам.

В качестве андеррайтера может выступать группа инвестиционных институтов.

✓ **Виды андеррайтинга**

Андеррайтинг "на базе твердых обязательств". При этом условии андеррайтер имеет твердые обязательства разместить весь выпуск акций или его часть по твердым ценам. В первом случае, если часть выпуска окажется невыкупленной инвесторами, андеррайтер обязан сам приобрести эту часть. Если момент первичного размещения по фиксированным ценам совпадает с резким понижением курсов на вторичном рынке, то андеррайтер может понести огромные курсовые потери.

Андеррайтинг "на базе лучших усилий". При этом условии андеррайтер не несет каких-либо обязательств по выкупу нераспространенной части выпуска ценных бумаг. Он лишь пытается осуществить размещение, но если это ему не удается, нераспроданные ценные бумаги возвращаются эмитенту, а андеррайтер не несет за это ответственности. Риск неразмещения ложится на эмитента. Такого андеррайтера называют дистрибьютер.[1]

Осуществление андеррайтинга инвестиционными компаниями можно разделить на следующие основные этапы: подготовка выпуска ценных бумаг в обращение, включающая конструирование выпусков совместно с эмитентом и другими содействующими в этом организациями, оценка выпускаемых в обращение ценных бумаг, установление контактов между эмитентом и предполагаемыми инвесторами и т.п.; распределение, включающее выкуп части или всей суммы эмиссии, продажу ценных бумаг инвесторам, поддержку рыночной стоимости данной ценной бумаги на рынке во время ее размещения; послепродажную поддержку курса ценной бумаги в течение определенного периода времени (обычно года); а также анализ и контроль за изменением курсовой стоимости ценной бумаги, определение факторов, на него влияющих.

---

[1] В узбекской практике фондового рынка дистрибьютерские договора широко использовала Республиканская товарно-фондовая биржа "Тошкент" при вторичной эмиссии своих десятитысячных акций на сумму 20 млн. рублей (1992 г.). По условиям договора между биржей-эмитентом и брокерской фирмой последняя должна была реализовать некоторое количество акций Республиканской товарно-фондовой биржи "Тошкент" в течение определенного периода, с обязательством вернуть бирже после продажи, например, 12 тыс рублей за каждую акцию. Для того, чтобы брокеры-дистрибьютеры сильно не завышали цену предложения, им устанавливались ограничения по цене на размещаемые акции (например, продать по цене не выше 14 тыс руб.). Разница между продажной ценой и ценой "обязательства" составляла доход брокера.

Для осуществления андеррайтинга инвестиционные компании могут объединяться в эмиссионные синдикаты - группы андеррайтеров, организующих выпуск ценных бумаг и его гарантированное размещение. Эмиссионные синдикаты обычно создаются на определенное время (на период размещения), без регистрации хозяйственного объединения и получения статуса юридического лица. В странах с развитой рыночной экономикой количество инвестиционных компаний, входящих в эмиссионный синдикат, может доходить до нескольких сотен. Члены синдиката могут успешно сотрудничать в отношении размещения какой-либо одной ценной бумаги и конкурировать на других участках фондового рынка.

Особенность инвестиционных компаний состоит в том, что они не имеют права работать с населением (формировать свои привлеченные ресурсы за счет вкладов и средств населения).

Уставный фонд инвестиционной компании не должен быть менее 1500 минимальных заработных плат, причем высоколиквидные активы должны составлять не менее 30 процентов от уставного фонда. Значения экономических нормативов инвестиционных компаний: $H_1 \geq 1$; $H_2 \geq 1$.

ГЛАВА 26. ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ФОНДЫ

Инвестиционные фонды - это организации, аккумулирующие средства физических и юридических лиц с последующим размещением их от имени фонда в ценные бумаги, на банковские счета и во вклады для получения прибыли, снижения риска акционеров.[1]

Инвестиционный фонд является юридическим лицом, осуществляющим выпуск и приобретение акций, другие сделки с ценными бумагами, а также участвующим на правах акционера в развитии, повышении эффективности деятельности предприятий, акциями которых он владеет. Вышеперечисленные операции являются исключительным видом деятельности инвестиционного фонда. Совмещение деятельности инвестиционного фонда с другими видами операций с ценными бумагами не допускается. Все риски, связанные с вложениями фонда, все доходы и убытки от изменения их рыночной оценки в полном объеме относятся на счет акционеров путем изменения стоимости активов или текущей цены акций фонда. Инвестиционные фонды могут создаваться только в виде открытых акционерных обществ.

Инвестиционные фонды подразделяются на два типа: открытого

[1] То, что у нас называется инвестиционным фондом, в американской практике считается инвестиционной компанией.

и закрытого. *Инвестиционные фонды открытого типа* выпускают в обращение акции с обязательством их выкупа, то есть предоставляют владельцам ценных бумаг фонда право получать в обмен на них денежную сумму или имущество, что заранее должно быть предусмотрено уставом. *Инвестиционные фонды закрытого типа* выпускают в обращение акции без обязательства их выкупа.

✓ **Особенности создания инвестиционных фондов**

Учредителями инвестиционных фондов могут выступать юридические и физические лица, причем их количество не должно быть менее двух. Уставный фонд инвестиционного фонда должен составлять не менее 200 минимальных размеров оплаты труда. Первая подписка на акции фонда осуществляется не позднее 30 дней со дня его государственной регистрации. Не менее 75 процентов уставного капитала фонда должно быть оплачено денежными средствами. Инвестиционный фонд считается созданным, если он прошел государственную регистрацию и получил лицензию на осуществление деятельности в качестве инвестиционного института. Лицензии на деятельность в качестве инвестиционных фондов выдаются сроком на 5 лет.

При создании фонда его акции распространяются путем открытой подписки, которая осуществляется управляющей компанией. Максимальный срок подписки - 6 месяцев. При завершении подписки уставный капитал инвестиционного фонда приводится в соответствие с объемом фактически размещенных им акций с последующей регистрацией в органах юстиции.

✓ **Управление инвестиционным фондом**

Высшим органом управления инвестиционного фонда является общее собрание акционеров, к исключительной компетенции которого, помимо установленной законодательством, относится одобрение ограничений деятельности фонда, контракта с депозитарием, управляющей компанией. Период между общими собраниями акционеров не должен превышать 15 месяцев. В это время его высшим органом является наблюдательный совет.

Управление инвестициями и формирование портфеля ценных бумаг инвестиционного фонда, а также оказание консультационных услуг фонду осуществляет управляющая компания. Управляющей компанией инвестиционного фонда не могут быть инвестиционные институты, учрежденные органами государственного управления или организации, в уставном фонде которых более 25 процентов принадлежит государству, а также аффилированные лица. *Под аффилированными (зависимыми) лицами инвестиционного фонда понимаются юридические и физические лица, управляющая компания и ее должностные лица,*

учредители и акционеры, которым принадлежит более 10 процентов голосующих акций. В число аффилированных лиц входят все инвестиционные фонды, заключившие с данной управляющей компанией контракт об управлении. Участники инвестиционного фонда не могут быть учредителями и членами управляющей компании, а учредители управляющей компании, должностные лица, специалисты и их аффилированные лица не могут быть акционерами инвестиционного фонда. В состав наблюдательных советов инвестиционного фонда и управляющей компании не могут включаться должностные лица органов государственной власти и управления. Договор об управлении активами инвестиционного фонда с управляющей компанией заключает уполномоченный общим собранием акционеров председатель наблюдательного совета фонда. Наблюдательный совет может определять перечень сделок, заключаемых управляющей компанией, а также ограничения по характеру и объему сделок. Управляющая компания осуществляет свою деятельность от имени инвестиционного фонда, участвует в качестве акционера в общих собраниях акционеров предприятий, акции которых принадлежат фонду. Размер общего годового вознаграждения, получаемого управляющей компанией, не должен превышать 5 процентов от среднегодовой стоимости чистых активов инвестиционного фонда.

Учет первого выпуска акций фонда ведется в Центральном депозитарии, а последующих выпусков может осуществляться и в других депозитариях, имеющих с Центральным депозитарием корреспондентские отношения. Депозитарий учитывает и контролирует операции с ценными бумагами фонда, включая ограничения по обмену, приобретению и продаже ценных бумаг. По требованию депозитария его представитель может присутствовать на заседании наблюдательного совета фонда с правом совещательного голоса. Реестр акционеров инвестиционного фонда ведется депозитарием. Депозитарий не имеет права быть кредитором или гарантом фонда. Ежегодную проверку документации и отчетности фонда, управляющей компании и депозитария осуществляет независимый аудитор, назначаемый фондом.

✓ **Достижение снижения различных рисков**

С целью минимизации различных видов рисков инвестиционному фонду законодательно запрещено заниматься некоторыми видами деятельности и осуществлять ряд операций, которые могут повлечь за собой финансовые потери. Так, например, инвестиционный фонд не имеет права:

- осуществлять иные виды инвестиций, кроме вложений в ценные бумаги, приобретать опционы, фьючерсы, выдавать любого рода

гарантии и закладывать имущество;

- выпускать облигации, привилегированные акции и иные виды обязательств (долговые обязательства), собственники которых имеют преимущественное право на приобретение активов после ликвидации фонда по сравнению с владельцами простых акций;

- приобретать простые акции любого акционерного общества в случае, если после их приобретения аффилированным лицам инвестиционного фонда будет принадлежать более 10 процентов акций этого общества;

- инвестировать более 10 процентов своих чистых активов в ценные бумаги одного эмитента, за исключением государственных ценных бумаг;

- инвестировать средства в ценные бумаги аффилированных лиц самого фонда, вкладывать средства в долговые обязательства (за исключением государственных ценных бумаг);

- приобретать у своих аффилированных лиц либо продавать им ценные бумаги и другие активы, приобретать и иметь в своих активах акции иных инвестиционных фондов.

Существуют также и некоторые другие ограничения деятельности инвестиционных фондов, которые они должны неукоснительно соблюдать.

Прибыль инвестиционного фонда, остающаяся после уплаты налогов, обязательных платежей и выплаты вознаграждения управляющей компании и не направленная на приращение капитала, распределяется между акционерами фонда в виде дивидендов. Коэффициент соотношения собственного капитала и средств клиентов ($Н_1$), а также максимальный размер риска для одного клиента ($Н_2$) инвестиционным фондам не установлен.

✓ **Приватизационные инвестиционные фонды (ПИФы)**

Приватизационные инвестиционные фонды являются разновидностью инвестиционных фондов. Они создаются с целью привлечения широких слоев населения к процессу приватизации и призваны аккумулировать денежные средства населения с последующим их направлением на приобретение акций приватизируемых государственных предприятий. ПИФ является открытым акционерным обществом, которое осуществляет деятельность по привлечению средств в ценные бумаги приватизируемых предприятий за счет эмиссии собственных акций, инвестирования собственных средств и полученных специальных государственных кредитов, торговле ценными бумагами, участию в качестве акционера в развитии и повышении эффективности предприятий, акциями которых он владеет.

ПИФы имеют следующие отличительные особенности:

- возможность приобретения до 30 процентов от общего количества выпускаемых акций приватизируемого предприятия;
- возможность инвестирования не более 10 процентов своих общих активов в ценные бумаги одного эмитента;
- возможность получить специальный государственный кредит;
- право инвестировать средства только в акции приватизированных предприятий и государственные ценные бумаги.

ПИФ - это инвестиционный фонд закрытого типа, то есть он выпускает ценные бумаги без обязательства их выкупа.

Продажа акций, составляющих инвестиционный портфель ПИФа, осуществляется только после завершения размещения собственных акций среди населения на биржевом и внебиржевом рынках ценных бумаг, организованного профессионалами. На деятельность ПИФа распространяются ограничения, установленные для инвестиционных фондов.

✓ **Особенности создания и деятельности ПИФов**

ПИФ не может иметь менее двух учредителей. Учредителями и акционерами ПИФа могут быть юридические и физические лица, в том числе предприятия, в уставном фонде которых доля государства составляет менее 25 процентов. Уставный фонд ПИФа должен быть сформирован исключительно за счет внесения денежных средств, причем учредители обязаны оплатить 100 процентов стоимости уставного фонда не позднее 30 дней со дня государственной регистрации.

Важной особенностью деятельности ПИФов является то, что банковские операции по расчетному счету могут осуществляться управляющей компанией только по согласованию с уполномоченным лицом Центрального депозитария, подтверждающим целевое использование средств ПИФа.

При первичном размещении акции ПИФов реализуются через фондовые магазины и другие пункты продажи по номинальной стоимости - 100 сумов. При первичном размещении каждый гражданин Узбекистана имеет право приобретать акции ПИФов по номинальной стоимости. После регистрации фактически оплаченного уставного капитала по итогам размещения его акций населению доля участия каждого акционера (учредителя) не может превышать на срок более одного месяца 5 процентов уставного капитала.

Реализация акций ПИФов осуществляется распространителями в лице инвестиционных институтов (фондовых магазинов), банков, имеющих лицензии на право осуществления операций с ценными бумагами. Институциональными распространителями акций всех зарегистрированных ПИФов являются государственно-коммерческий

Народный банк Республики Узбекистан, а также другие коммерческие банки, отвечающие требованиям органа по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг. Расходы институциональных распространителей по реализации акций ПИФов покрываются за счет средств Госкомимущества, поступающих от реализации акций ПИФам, в размере, не превышающем 2 процента от суммы реализованных им акций. По мере возвращения основной части специального государственного кредита ПИФы обеспечивают возврат средств, потраченных Госкомимуществом на оплату услуг институциональных распространителей, приходящихся на соответствующий пакет реализованных населению акций ПИФа.

Акции ПИФа являются простыми, именными. Каждая акция дает право одного голоса на общем собрании акционеров и право на получение дивидендов.

ПИФ может осуществлять только два выпуска акций. Первый выпуск акций ПИФа производится при учреждении ПИФа в покрытие внесенных учредителями вкладов в уставный фонд. Второй выпуск акций осуществляется для реализации акций населению и должен быть произведен не позднее 3 месяцев после государственной регистрации ПИФа. Размещение акций ПИФов второй эмиссии осуществляется в течение 6 месяцев со дня регистрации проспектов второй эмиссии.

ПИФы не имеют права:

- предлагать к продаже акции (кроме распределяемых между учредителями) до получения лицензии инвестиционного института;
- публиковать и рекламировать размеры предполагаемых доходов при размещении своих акций;
- продавать свои акции юридическим лицам (кроме учредителей);
- выкупать свои акции у акционеров.

После государственной регистрации выпуска акций ПИФа они могут свободно обращаться на биржевых и внебиржевых рынках ценных бумаг.

Все операции с акциями ПИФов и ценными бумагами, принадлежащими ПИФам, должны учитываться только в Центральном депозитарии.

✓ Особенности механизма приобретения ПИФами акций приватизированных предприятий

Постановлением Кабинета Министров Республики Узбекистан № 410 от 25 сентября 1998 г. утвержден перечень 200 открытых акционерных обществ с количеством акций, предлагаемых для продажи ПИФам через аукционы. Кроме того, в дополнение к вышеуказан-

ному перечню Госкомимуществу разрешено выставлять на продажу ПИФам принадлежащие государству акции приватизируемых предприятий в размере превышения над долей 25 процентов от уставного фонда по предприятиям, не вошедшим в список стратегических, а также акции приватизируемых предприятий из доли, предназначенной для свободной продажи, в том числе иностранным инвесторам, в размерах, восстанавливающих долю ПИФов в уставном фонде этих предприятий (в пределах до 30 процентов уставного фонда), имевшуюся у них до проведения реструктуризации весной 1997 года.

Акции приватизируемых предприятий должны продаваться ПИФам по фиксированной цене, равной номинальной стоимости. Покупательная способность ПИФов по открытой подписке на акции по фиксированной цене определяется, исходя из сумм, поступивших от реализации акций фонда населению, и внесенных учредительных взносов. Органом, уполномоченным Госкомимуществом, определяется порядок торгов. Дата проведения открытой подписки должна быть объявлена в средствах массовой информации за недельный срок до ее проведения. Если количество заявок на приобретение акций одного эмитента превышает предлагаемое количество, то распределение акций производится пропорционально поданным заявкам, с учетом фактически оплаченного (на дату проведения аукциона) уставного фонда каждым подавшим заявку ПИФом. Акции, оставшиеся непроданными ПИФам в первом раунде открытой подписки, предлагаются к открытой продаже на биржевом рынке. Далее, если в течение шести календарных дней после выставления на бирже эти акции не будут проданы, они в течение последующих 15 дней предлагаются ПИФам во втором раунде открытой подписки, где продажа начинает осуществляться по цене, равной номиналу акций, а при отсутствии спроса происходит поэтапное снижение цены акций, но не ниже 85 процентов от их номинальной стоимости. При покупке ПИФом акций во втором раунде открытой подписки государственный кредит ПИФу не предоставляется. Если спрос на указанные акции отсутствует и во втором раунде открытой подписки, их эмитенты исключаются из утвержденного списка приватизированных предприятий, предназначенных к реализации ПИФам. После продажи акций Госкомимущество безотлагательно передает право на владение акциями покупателю.

✓ **Получение ПИФами специальных государственных кредитов**

Специальный государственный кредит выдается ПИФам Госкомимуществом в виде отсрочки платежа за приобретенные акции приватизируемых предприятий. Кредит предоставляется на 5 лет. Оформление кредита осуществляется по заявке ПИФа только при покупке акций приватизируемых предприятий у Госкомимущества и наличии

необходимого залогового обеспечения. Залогом под кредиты могут быть любые принадлежащие ПИФу активы - акции приватизированных предприятий, ценные бумаги, денежные средства и т.п. Обеспечение должно быть представлено на полную сумму выдаваемого кредита. Собственными денежными средствами ПИФ оплачивает 30 процентов стоимости пакета акций приватизируемого предприятия, а оставшиеся 70 процентов стоимости пакета акций выкупаются за счет кредита.

Погашение кредита производится путем перечисления ПИФом денежных средств на специальный счет Госкомимущества начиная со второго года, следующего за годом предоставления кредита. После погашения задолженности по государственному кредиту ПИФ может быть преобразован в обычный инвестиционный фонд. При этом такой инвестиционный фонд уже утрачивает право приобретения акций приватизируемых предприятий по номинальной стоимости и получения новых государственных кредитов.

В странах с развитой рыночной экономикой организации, подобные инвестиционным и приватизационным фондам, считаются весьма устойчивыми в финансовом положении, поскольку в законодательном порядке обеспечивается диверсификация вложений их средств в различные предприятия, а ограничения деятельности не позволяют ПИФам сделать ошибку коммерческого характера. Ввиду обязательного присутствия в штате таких организаций либо их управляющих компаний высококлассных специалистов, умеющих делать правильные прогнозы перспектив различных предприятий, портфель акций оказывается, как правило, оптимальным, что позволяет акционерам фондов в конечном итоге иметь, по крайней мере, среднюю норму дивидендов.

В странах с переходной экономикой имеется вероятность убыточной деятельности и банкротства приватизационных инвестиционных фондов, поскольку далеко не все приватизированные предприятия оказываются настолько рентабельными, чтобы обеспечить достаточный уровень дивидендов.

Законодательством Узбекистана предусмотрено, что если ПИФ обанкротился или ликвидируется по другим причинам, ликвидация его активов проводится ликвидационной комиссией в форме открытого аукциона, в котором может принять участие любое лицо, имеющее право приобретать акции приватизированных предприятий.

В Узбекистане с осени 1998 года доходы инвестиционных и приватизационных инвестиционных фондов, полученные в виде дивидендов от акций приватизированных предприятий, освобождены от налогов, сборов и платежей во внебюджетные фонды. Не подлежат налогообложению и доходы, направляемые фондами на покупку акций приватизируемых предприятий.

ГЛАВА 27. УПРАВЛЯЮЩИЕ КОМПАНИИ

Инвестиционный институт, осуществляющий деятельность по управлению инвестиционными активами других инвестиционных институтов, юридических и физических лиц, а также осуществляющий куплю-продажу ценных бумаг, называется управляющей компанией. ***Деятельностью по управлению ценными бумагами является осуществление инвестиционным институтом от своего имени за вознаграждение в течение определенного периода времени доверительного управления переданными ему во владение, но принадлежащими другому лицу ценными бумагами, денежными средствами, предназначенными для инвестирования в ценные бумаги, а также денежными средствами и ценными бумагами, получаемыми в процессе управления ценными бумагами.***

Управляющей компанией может быть только юридическое лицо. Размер уставного капитала обычной управляющей компании должен быть не менее 200 минимальных заработных плат, при этом высоколиквидные активы должны составлять не менее 60 процентов от величины уставного фонда. Коэффициенты соотношения собственного капитала и средств клиентов и максимальный размер риска на одного клиента должны соответственно составлять: $H_1 \geq 0{,}02$; $H_2 \geq 0{,}02$.

В Узбекистане активизация деятельности инвестиционных и приватизационных фондов в середине 90-х годов привела к появлению управляющих компаний, специализирующихся на управлении этими фондами и получивших соответствующее название - *управляющих компаний инвестиционных и приватизационных инвестиционных фондов,* особый статус которых зафиксирован законодательно. В основе таких компаний может лежать любая форма собственности. Управляя активами фондов, управляющая компания выполняет следующие функции:

- заключает от имени фонда сделки с ценными бумагами, распоряжается денежными средствами фонда для инвестирования в ценные бумаги;
- обеспечивает ведение бухгалтерского учета, а также всей документации и отчетности фонда, контролирует правильность ведения реестра акционеров депозитарием, раскрытие информации в соответствии с законодательством;
- оказывает консультационные услуги наблюдательному совету фонда, в том числе и по вопросам инвестиционной политики;
- использует денежные средства фондов для финансирования затрат, связанных с деятельностью фондов;
- обеспечивает представительство фонда в органах управления во

всех акционерных обществах, в ценные бумаги которых фонд осуществил инвестиции;

- сохранность и правильность оформления документов фонда, своевременность и полноту выплаты объявленных дивидендов акционерам.

В целях избежания различных случайных потерь, способных повлечь за собой ухудшение финансового состояния инвестиционных фондов, в деятельности управляющих компаний устанавливаются определенные ограничения. В частности, им запрещается:

- привлекать заемные средства, подлежащие возврату, за счет активов фонда, составляющих инвестиционный портфель, кроме специальных государственных кредитов;

- использовать активы, составляющие инвестиционный портфель фонда для обеспечения и исполнения собственных обязательств, не связанных с управлением активами фонда, для исполнения обязательств третьих лиц;

- приобретать акции управляемых ею инвестиционных фондов;

- приобретать в собственность активы, составляющие инвестиционный портфель фонда;

- приобретать ценные бумаги, выпущенные другой инвестиционной компанией, ее аффилированными лицами, специализированным депозитарием, независимым аудитором фонда;

- прямо или через третьих лиц заключать сделки по инвестированию имущества фонда в ценные бумаги, выпущенные самой управляющей компанией или лицами, ее контролирующими.

Руководителям и должностным лицам управляющей компании запрещается участие в экспертизе акций на предмет их допуска к торгам фондовых бирж. Размер основного вознаграждения управляющей компании не должен превышать 5 процентов от среднегодовой стоимости чистых активов фонда. Управляющая компания может управлять активами неограниченного количества фондов. Управляющая компания инвестиционного и приватизационного инвестиционного фондов должна иметь в наличии собственные материальные активы, оцененные по балансовой стоимости на сумму, эквивалентную не менее 5000 минимальных размеров заработных плат. Эта сумма не должна уменьшаться на протяжении всего периода управления активами фонда. Сумма собственных материальных активов управляющей компании должна увеличиваться на сумму, эквивалентную 200 минимальным размерам оплаты труда, каждый раз при заключении контрактов со вторым и последующими фондами. Коэффициенты соотношения собственного капитала и средств клиентов, а также максимального размера риска для одного клиента

для управляющих компаний ПИФов должны соответственно составлять: $H_1 \geq 0{,}005$; $H_2 \geq 0{,}005$.

Лица, возглавляющие управляющие компании и работающие в них в качестве специалистов, должны отвечать определенным требованиям. В частности руководители должны иметь высшее образование и стаж работы не менее двух лет в экономической, финансовой или банковской сферах, инвестиционном институте на руководящих должностях.

Управление ценными бумагами в странах с развитой экономикой. Понятие траста

В Германии функции управления ценными бумагами выполняют банки. Управление ценными бумагами находится в тесной связи с депозитными операциями и торговлей ценными бумагами. Банки осуществляют управление с ценными бумагами с твердым процентом в размере одного биллиона DM, акциями с номинальной стоимостью 100 млрд. DM, а также 3 млрд. штук инвестиционных сертификатов. В деятельность по управлению ценными бумагами входят: получение процентов и дивидендов при наступлении срока их выплат, реализация преимущественного права на приобретение новых акций при увеличении уставного капитала компаний, а также осуществление контроля при погашении долговых обязательств, находящихся в обращении. Так как преобладающая часть акционеров не может или не хочет участвовать в общих собраниях, они передают банкам свои голоса. При этом кредитные учреждения могут представлять акционера только на основе выданного полномочия в письменной форме, которое через каждые 15 месяцев должно быть заново подтверждено. Банки могут предоставлять услуги своим клиентам и по хранению ценных бумаг по описи либо в закрытых сейфах. Если клиент содержит ценные бумаги в сейфе, то он сам должен позаботиться о выплате ему процентов или дивидендов, соблюдении сроков таких выплат, поскольку банк в этом случае не имеет сведений о содержимом сейфа.

Для избранного довольно большого круга клиентов, не желающих самостоятельно заниматься поддержанием оптимального портфеля собственных ценных бумаг, а также уплатой налогов по ним, кредитные учреждения осуществляют и эти функции. При этом для управления ценными бумагами клиент выдает банку полномочия в рамках оговоренной концепции инвестиций со свободой принятия решений. Опытные специалисты банка стараются достигнуть наилучших решений в интересах клиента, без обязательств при осуществлении таких операций строго придерживаться отдельных указаний клиента.

Управление ценными бумагами, денежными средствами по доверенности в странах с развитой рыночной экономикой подпадает под категорию так называемых трастовых операций, которые, как правило, осуществляют банки или специализированные трастовые компании для частных лиц или корпораций. Трастовые операции в разных странах имеют различную правовую основу. В

США и Великобритании доверительные операции имеют в своей основе институт доверительной собственности - траста, который в теории называют также институтом "расщепленной" собственности: право собственности на объект операций принадлежит одному лицу - учредителю траста, право извлечения доходов другому лицу - доверительному собственнику, управляющему, а право получения доходов - третьему лицу - бенефициару (выгодоприобретателю). Учредитель траста и доверенное лицо заключают между собой трастовое соглашение, по которому назначается бенефициар. Бенефициаром может быть сам учредитель траста либо какое-либо третье лицо. Трасты могут создаваться и на основе завещания (завещательные трасты).Таким образом, траст - это вещное право, сопряженное непосредственно с владением ценными бумагами, и осуществлением по отношению к ним всех правомочий.

В большинстве европейских стран, в том числе и в Германии, Франции, выполнение доверительных операций исключает "расщепление" правомочий собственника, то есть доверителя, а основано на договорах поручения, комиссии или представительства, то есть на нормах обязательного права, которое предполагает, что у лиц, заключающих подобные договора, возникают определенные права и обязательства.[1]

Комитент и доверитель предоставляют своим представителям (комиссионеру или поверенному) правомочия обязательного характера на передаваемые ценные бумаги (или иное имущество), а при институте доверительной собственности (трасте) имущество передается в вещное право. При этом вещное право дает основание управляющему пользоваться теми же правами и нести те же обязанности, что и собственнику.[2]

Трастовые услуги могут оказываться как частным владельцам, так и фирмам и акционерным обществам. Они делятся на следующие группы:

1. *Распоряжение активами*. К этой группе относятся услуги по управлению различными целевыми фондами: пенсионными, премиальными, фондами погашения задолженности, выпуск облигаций, обеспеченных ценными бумагами, которые хранятся на условиях траста. Эти операции трастовые компании осуществляют путем аккумулирования средств, предназначенных для перечисления в тот или иной целевой фонд, инвестируют созданные фонды и выплачивают работникам фирм и другим получателям денежные средства в соответствии с трастовыми соглашениями.

2. *Временное управление делами* акционерного общества при его реорганизации, банкротстве, ликвидации и т.п. Траст действует в качестве доверен-

[1] См.гл.2. этого раздела "Инвестиционные посредники".

[2] Помимо института доверительной собственности, в качестве которого выступает траст, существует также институт доверительного управления, который является институтом не вещного, а обязательного права, основывающийся на договорных отношениях между доверителем и распорядителем собственности. Каждый из них имеет определенные права и обязанности. Институт доверительного управления не предусматривает передачу собственником права собственности доверенному лицу и, таким образом, не требует введения конструкции "расщепления" собственности. При этом институт доверительного управления гораздо шире рассмотренных отношений комиссии и поручения.

ного лица по передаче прав собственности, погашению долгов, а также управлению имуществом.

3. *Агентские услуги.* В данном случае траст действует в качестве агента компании по трансферту, то есть по передаче права собственности на акции или именные облигации от одного владельца другому, в роли регистратора акций, депозитария, агента по выплате доходов по ценным бумагам. В качестве агента траст-отдел банка может осуществлять услуги по хранению ценностей в сейфах.

Среди множества возможных доверительно-управленческих операций с ценными бумагами в практике нашей республики наибольшее распространение получили:

1. Управление активами по поручению клиентов - покупка по поручению клиента и за его счет ценных бумаг, формирование портфеля ценных бумаг в соответствии с указаниями клиента, продажа ценных бумаг по поручению клиента.

2. Первичное размещение ценных бумаг - посредничество в организации выпуска и первичном размещении ценных бумаг, расчеты по ценным бумагам по поручению клиента, посредничество в организации эмиссии ценных бумаг. На основе договора-комиссии осуществление разработки для эмитента документации и условий выпуска ценных бумаг, сопровождение регистрации выпуска в государственных органах, подбор инвесторов, первичное распространение, гарантирование приобретения ценных бумаг, составление отчетности о выпуске, публикации итогов об открытой подписке.

3. Ведение реестра акционеров и регистрация сделок с ценными бумагами клиента.

4. Выплата ежегодного дохода акционерам, реинвестирование доходов по акциям и другим ценным бумагам, выплата дивидендов ценными бумагами.

5. Депозитарное обслуживание. Хранение денежных активов и ценных бумаг фондов, осуществление всех расчетных операций, ведение учета движения ценных бумаг клиента, обеспечение их сохранности.

Наиболее удобным типом предприятия, на базе которого можно осуществлять доверительное управление ценными бумагами, является банк.

Таким образом, деятельность по управлению ценными бумагами значительно шире некоторых других видов деятельности на рынке ценных бумаг, оговоренных законом. Она включает в себя значительный ряд операций с ценными бумагами, лицензирование которых может осуществляться соответствующими государственными органами отдельно. Именно широкий перечень операций на рынке ценных бумаг, включаемый в деятельность по управлению ценными

бумагами, привел к тому, что в Узбекистане значительная часть инвестиционных компаний, фондов и других профессиональных участников рынка ценных бумаг в 1996 году предпочел преобразоваться в управляющие компании.

В США в 1939 г. был принят Закон о договорных трастах. Закон предоставляет широкие возможности по регулированию деятельности трастов Комиссии по ценным бумагам и фондовым биржам. Для выполнения трастовых операций банк или трастовая корпорация должны получить соответствующую лицензию. Комиссия по ценным бумагам и фондовым биржам может одобрять или закрывать трастовые соглашения с корпорациями о выпуске долговых обязательств с целью продажи на открытом рынке на сумму более 1 млрд. долларов. Трастовые договора могут предусматривать указания о том, куда следует вкладывать средства, но могут и не содержать их.

Инвестирование может осуществляться совместно с учредителем траста, другим доверенным лицом или бенефициаром, однако при этом ответственность за надежность помещения средств доверителей и получение дохода по ним несет доверенное лицо. Недопустимо использование средств траста для личной выгоды доверенного лица. Банк, осуществляющий трастовые операции, должен открыть у себя специальный траст-отдел - самостоятельное и независящее от других отделов подразделение, имеющее свое помещение, бухгалтерию. Ценности, принадлежащие банку, должны быть физически отделены от собственности, хранящейся на траст-счетах, открываемых доверенными лицами - банками для выполнения своих функций по управлению доверительной собственности. В банке учреждается специальный комитет по трастовым операциям, включающий наиболее опытных директоров банка. Как минимум один раз в год проводится аудиторская проверка траст-отдела.

В Российской Федерации, законодательство которой никогда ранее не предусматривало существование института доверительной собственности, траст был введен 24 декабря 1993 года.[1] По законодательству о трасте доверительному собственнику переходят имущество и все связанные с ним имущественные и личные неимущественные права, принадлежащие учредителю, которым может быть юридическое, физическое лицо, в том числе и иностранное. Доверительный собственник может владеть и распоряжаться доверенным имуществом только в интересах бенефициара в соответствии с условиями договора об учреждении траста. Доверительный собственник в отличие от учредителя траста не может быть бенефициаром. Договор об учреждении траста должен быть нотариально заверен. После вступления его в силу учредитель не вправе давать доверительному собственнику какие-либо указания или иным образом вмешиваться в осуществление им его прав и исполнение обязанностей по договору. Доверительный собственник один раз в квартал должен предоставлять учредителю траста отчеты траста, включая балансы. Прекращение трастового договора по желанию сторон не допускается и может быть осуществлено только в судебном порядке.

[1] Указ Президента РФ "О доверительной собственности (трасте)" № 2296

ГЛАВА 28. ДЕПОЗИТАРИИ

Депозитарий - это институт рынка ценных бумаг, осуществляющий деятельность по хранению ценных бумаг и учету прав на ценные бумаги. Выпуск и обращение только наличных ценных бумаг (в виде бумажных бланков) слишком дорого обходится обществу, поскольку на их изготовление расходуется значительное количество краски, бумаги и т.п. Кроме того, хранение бумажных бланков ценных бумаг зачастую связано с определенными сложностями технического характера (необходимость наличия специальных помещений для хранения, сейфов). Наконец, наличные ценные бумаги вызывают целый ряд проблем в обращении - проставление передаточных надписей, необходимость трансфер-агентских услуг, упаковки и перевозки, проверки подлинности каждого бланка и т.п. Все вышеперечисленные обстоятельства привели к тому, что в середине 70-х годов XX столетия начали появляться так называемые безналичные ценные бумаги, которые учитывались и хранились в виде записей на счетах "депо" в специально предназначенных для этого учреждениях - *депозитариях*, подобно тому как денежные средства хранятся на счетах в банках. Выпуск, обращение и хранение ценных бумаг в безналичном виде показал существенные преимущества в сравнении с традиционным наличным способом, поскольку экономил для каждого эмитента и общества в целом значительные средства и, кроме того, обеспечивал целый ряд выгод и удобств для эмитентов, инвесторов и посредников. Сегодня выпуск безналичных фондовых ценностей является генеральной тенденцией развития рынка ценных бумаг во всем мире.

Безналичный учет в депозитариях означает процесс выполнения расчетов по сделке через компьютеризированную систему регистров, исключающую необходимость материального перемещения ценных бумаг. Компьютеризированная система безналичного учета предполагает соблюдение двух важных условий - *обездвиживание* ценных бумаг и их *дематериализацию*.

Обездвиживание ценных бумаг - есть размещение представляющих ценные бумаги физических документов (сертификатов) в депозитарии. Значительная часть инвесторов, особенно те, кто не часто совершает сделки, предпочитают иметь на руках сертификат, как свидетельство владения ценной бумагой. "Группа тридцати" настоятельно рекомендует всеми способами уходить от такой практики, поскольку перемещение и хранение бумажных сертификатов в конечном итоге существенно затрудняет развитие рынка в целом. *Дематериализация ценных бумаг - это эмиссия без выпуска физических ценных бумаг.* Как

и при обездвиживании ценных бумаг на депозитарий в этом случае ложится обязанность хранить записи о владении ценными бумагами. В дальнейшем депозитарий по поручениям клиентов передает право собственности путем перечисления на безналичных счетах. Существенным отличием дематериализации от обездвиживания является невозможность для инвестора получить на руки сертификат как свидетельство о владении.

При обездвиживании и дематериализации можно применять клиринг и исполнение в форме системы безналичных счетов. В такой системе материальные ценные бумаги из рук в руки не переходят. Их перемещение от одной стороны к другой происходит в памяти компьютеров. Это оказывается для всех участников рынка ценных бумаг существенным преимуществом, привлекательным и удобным для иностранных инвесторов. Система безналичных счетов позволяет также создать эффективную систему поставки против платежа (ППП), при которой ценные бумаги переводятся с одного счета на другой, и деньги перемещаются или одновременно, или к концу дня.

Метод дематериализации становится все популярнее. Многие страны, включая Данию, Норвегию, Францию, достигли почти полной дематериализации своих ценных бумаг. В то же время Канада, США и ФРГ выпускают ценные бумаги в условиях частично дематериализованного рынка. В США через Federal Reserve Bank Book Entry System дематериализовано большинство федеральных долговых обязательств. Японские государственные ценные бумаги также дематериализованы в системе Bank of Japan. На рынке обездвиженных ценных бумаг США и Европейском рынке облигаций в некоторых случаях только один общий сертификат, представляющий целый выпуск ценных бумаг, помещается в депозитарий на хранение. По существу, это является дематериализацией, так как держатели не могут получить сертификат на руки. В Узбекистане также полностью дематериализованы выпуск и обращение государственных краткосрочных облигаций, что является подтверждением того, что наше государство придерживается общепринятых в мире тенденций. Дематериализации противостоят законодательные ограничения в некоторых странах, где для подтверждения владения ценными бумагами обязательно необходимы бланки (сертификаты), а также предпочтение инвесторов иметь сертификаты на руках. И обездвиживание, и дематериализация дают серьезные преимущества фондовому рынку.

В соответствии с рекомендациями "Группы тридцати" каждая страна должна принять одно из этих концептуальных направлений развития. Там, где по каким-либо причинам дематериализация невозможна, центральный депозитарий должен бороться за обездвижива-

ние, а затем и за дематериализацию. Это должно привести к росту эффективности исполнения сделок и, в конце концов, позволит снизить издержки для всех клиентов депозитария и инвесторов.

Появление депозитариев положило начало новой эпохе в области рынка ценных бумаг, поскольку дало возможность поставить на новый, более качественый уровень не только хранение и учет фондовых ценностей, но также коренным образом оптимизировать системы сверки, клиринга, зачета, приблизить практику к исполнению принципа "поставка против платежа", существенно снизить риск срыва сделки.

Одно из основных положений рекомендаций "Группы тридцати" предусматривает предложение каждой стране, желающей построить у себя эффективно действующую систему фондового рынка, интегрированную в международный рынок капиталов, организовать центральный депозитарий. Централизация данных о ценных бумагах в одном центральном депозитарии существенно увеличивает эффективность исполнения послеторговых функций для всех участников сделки. Основной целью создания центрального депозитария является обездвиживание или дематериализация ценных бумаг, а также дальнейшее обслуживание сделок с ценными бумагами в форме системы безналичных расчетов. Депозитарная система предоставляет основу для создания эффективной системы исполнения сделок с низким уровнем риска. Центральный депозитарий может предоставлять услуги по клирингу, ответственному хранению, расчетам и послеторговому обслуживанию ценных бумаг, обработке информации о них, например, о действиях компаний, выплатах дивидендов или процентов. Центральный депозитарий может включать в свою структуру и систему платежей, поддерживать денежные счета клиентов. В этом случае центральный депозитарий обслуживает платежи путем кредитово-дебетовых операций с денежными счетами членов с одновременным обслуживанием перемещений ценных бумаг. Центральный депозитарий может быть связан и с отдельной системой платежей.

✓ **Система депозитариев в Узбекистане**

Подобно банковской, депозитарная система Республики Узбекистан является двухуровневой. Это означает, что главным депозитарием страны является Центральный депозитарий, созданный в виде государственного унитарного предприятия, обеспечивающий единую систему хранения, учета прав и движения ценных бумаг в депозитариях Узбекистана (первый уровень). Остальные депозитарии - негосударственные предприятия, учредителями которых могут быть юридические и физические лица, в том числе и иностранные, являются подчиненными Центральному депозитарию, и обязаны иметь

корреспондентские отношения с центральным депозитарием (второй уровень). Депозитарии ведут учет прав на безналичные ценные бумаги на счетах своих депонентов, суммарно учитываемых на их корреспондентских счетах в центральном депозитарии. Помимо основной своей деятельности, депозитарии могут осуществлять функции номинального держателя ценных бумаг (то есть депозитарий может быть зарегистрирован в качестве номинального держателя в реестре владельцев ценных бумаг на основании поручения владельца ценных бумаг), а также осуществлять деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг.

Размер уставного фонда депозитария не должен быть меньше 2000 минимальных заработных плат, коэффициент соотношения собственного капитала и средств клиентов установлен на уровне $H_1 \geq 0{,}0001$, при этом в качестве средств клиентов используется стоимостная сумма принятых на хранение ценных бумаг. Показатель максимального размера риска на одного клиента к депозитариям не применяется.

Сохранность ценных бумаг в депозитариях обеспечивается в специальных хранилищах ценных бумаг и ведением учетных р е г и с т р о в - *системой записей по хранению ценных бумаг и учету прав на ценные бумаги в соответствии со стандартами депозитарных операций*. Центральный депозитарий, помимо этого, обеспечивает сохранность ценных бумаг дополнительно системой дублирования своего информационного банка данных.

Будучи "депозитарием депозитариев", в отличие от обычных организаций, выполняющих функции по хранению ценных бумаг, учету и подтверждению прав на наличные и безналичные ценные бумаги с выдачей соответствующего свидетельства, а также учета фактов обременения ценных бумаг различными обязательствами, Центральный депозитарий в Узбекистане выполняет следующие, присущие ему функции:

- хранение безналичных выпусков ценных бумаг;
- хранение до выкупа наличных ценных бумаг разгосударствленных и приватизированных объектов;
- учет прав государства на наличные и безналичные ценные бумаги;
- ведение корреспондентских счетов депозитариев;
- подтверждение наличия и подлинности ценных бумаг участников биржевых и внебиржевых торгов перед выставлением их на торги;
- обеспечение поставки ценных бумаг участникам биржевых и внебиржевых торгов по заключенным на торгах сделкам;
- хранение документов, подтверждающих выпуск в обращение

НЕКОТОРЫЕ КОЛИЧЕСТВЕННЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ОСНОВНЫХ НАПРАВЛЕНИЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ АО "НАЦИОНАЛЬНЫЙ ДЕПОЗИТАРИЙ "ВАКТ" И ЦЕНТРАЛЬНОГО ДЕПОЗИТАРИЯ РЕСПУБЛИКИ УЗБЕКИСТАН[1]

(по состоянию на 1 января 2000 года)

№ п/п	Показатели	Единицы измерения	Национальный депозитарий "ВАКТ"		Центральный депозитарий Республики Узбекистан
			по итогам 9 месяцев 1999 г. до образования ЦД	после образования ЦД	
1	Количество зарегистрированных акционерных обществ	Ед.	4186	*	4725
2	в том числе с государственной долей акций	Ед.	2919	*	2981
3	Общий объем эмиссии	Млрд. сумов	217,6	*	336,417
4	в том числе акционерных обществ с государственной долей акций	Млрд. сумов	174,7	*	336,402
5	Количество акций в эмиссии	Млн. шт.	314,9	*	404,133
6	Количество акций, принятых на хранение депозитарием	Тыс. шт.	233,3	215,376	371,848
7	Количество акций, переданных на обслуживание филиалам	Млн. шт.	31,1	*	0
8	Изготовлено наличных акций	Млн. шт.	13,495	13,605***	0
9	В том числе в четвертом квартале 1999 года	Млн. шт.	0,427	0,110***	0
10	Количество филиалов депозитария	Ед.	12	12	0
11	Количество открытых счетов "депо"	Тыс.	885,7****	833,921**	74,486*****
12	В том числе физическим лицам	Тыс.	14,1	819,877	74,097
13	В том числе юридическим лицам	Тыс.	14,1	14,044	0,389

Примечание:

* п.п. по 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9 № Регистрация всех АО с их общим объемом эмиссии, учет АО с государственной долей и их эмиссией с государственной долей, хранение и изготовление акций согласно Закону РУз "О деятельности депозитариев на рынке ценных бумаг", постановлению Кабинета Министров республики "О вопросах организации и деятельности Центрального депозитария ценных бумаг" входит в исключительные функции Центрального депозитария

** включая количество счетов, открытых в Национальном депозитарии, и его филиалах (без ПИФов, независимых депозитариев, госпредприятий и СП с госдолей, которые открываются в ЦД, согласно примечанию *)

*** за период с 01.10 - 20.12.99 г.

**** включая количество счетов в НД "ВАКТ", его филиалах, включая ПИФы – 75132 (в т. ч. 336 счетов - юр. лицам, 74795 счетов физ. лицам, инвесторам и СП - 103 счета "депо"

*****владельцам акций ПИФов

[1] По итогам 1999 года. // Ежеквартальный бюллетень Госкомимущества Республики Узбекистан. - Т.: 2000. - С. 40.

безналичных и наличных ценных бумаг;

- учет на территории Республики Узбекистан ценных бумаг, выпущенных нерезидентами, а также на зарубежных рынках резидентами Узбекистана;

- сбор и систематизация информации о движении ценных бумаг в системе депозитариев.

Центральный депозитарий не вправе вести учет прав на безналичные и наличные ценные бумаги, не принадлежащие государству, реестры акционеров, оказывать финансовую помощь другим юридическим и физическим лицам, участвовать в уставных фондах других юридических лиц.

Депоненты - владельцы ценных бумаг, заключившие с депозитарием договор о хранении ценных бумаг и учету прав на ценные бумаги, могут давать депозитарию поручения по выполнению операций по их счетам "депо" (переводам ценных бумаг), делать запросы, требовать отчеты о выполнении поручений и полностью распоряжаться ценными бумагами, хранящимися на их счетах "депо". Любой депонент может получить также свидетельство о состоянии своего счета "депо" и отчет о проведенных депозитарием операциях по его счету в соответствии с заключенным депозитарным договором.

В Узбекистане в соответствии с постановлением правительства "О мерах по обеспечению эффективной деятельности Республиканской фондовой биржи "Тошкент" от 8 июня 1994 года" был создан Национальный депозитарий "ВАКТ", который вплоть до 2000 года являлся флагманом всего депозитарного дела. Это крупнейший центр по учету, хранению и перемещению ценных бумаг, обеспечивающий единое информационное пространство для республиканского фондового рынка. Национальный депозитарий "ВАКТ" - один из немногих на территории СНГ, созданный с соблюдением основных направлений общепринятой мировой технологии, оснащен современным оборудованием, средствами связи (модемной, спутниковой), лицензионным программным обеспечением. В течение нескольких лет Национальный депозитарий являлся единственным субъектом депозитарной деятельности на территории Узбекистана (с марта 1997 года в республике начали появляться и предлагать свои услуги другие независимые депозитарии). Телекоммуникационная система Национального депозитария включает в себя локальную сеть Центрального депозитария, 12 локальных сетей депозитариев областного уровня. Сеть в своей структуре содержит 4 сервера. В структуру локальной сети включены 69 рабочих мест в Ташкенте и 42 - в областных центрах. Комму-

никационная часть депозитарной сети базируется на использовании спутниковой системы ИНТЕЛ-САТ в качестве основной и общегосударственной телефонной сети, и сети ИСКРА - в качестве резервной. Основной язык программирования - INFORMIX, клиентская часть - DELPHI. Используется электронная доска объявлений BBS-VACT.

Национальный депозитарий ведет работу и по изготовлению наличных акций.

Одной из основных услуг депозитария является предоставление статистической и справочной информации Госкомимуществу, его территориальным подразделениям, отраслевым объединениям, ассоциациям, концернам.

СВЕДЕНИЯ О ЗАРЕГИСТРИРОВАННЫХ АО НД "ВАКТ" (КАК РЕГИСТРАТОРОМ) СДЕЛКАХ С ЦЕННЫМИ БУМАГАМИ НА ВНЕБИРЖЕВОМ ВТОРИЧНОМ РЫНКЕ ЗА ДЕКАБРЬ 1999 г.*

№ п/п	Наименование регионов	Количество сделок, ед.	Количество акций, штук	Сумма сделок, тыс. сумов
		с начала года	с начала года	с начала года
1	Андижанская область	1246	101470	63467,7
2	Бухарская область	2558	126563	69714,2
3	Джизакская область	130	1780	868,9
4	Навоийская область	467	42819	34469,9
5	Наманганская область	2051	43536	41472,9
6	Республика Каракалпакстан	550	44285	26448,4
7	Кашкадарьинская область	16	13763	5400
8	Самаркандская область	2743	904719	272683
9	Сырдарьинская область	273	26327	8506,7
10	Сурхандарьинская область	159	8988	10290,2
11	Ферганская область	2866	93852	57078,4
12	Хорезмская область	0	0	0
13	г. Ташкент и Ташкентская обл.	3955	580923	377234,3
Итого:		17014	1989025	967334,6

Депозитарий "ВАКТ" осуществляет операции по регистрации сделок с ценными бумагами на внебиржевом вторичном рынке, оказывает информационные услуги по учету движения акций. Одной из важных функций также является комплекс операций по обслуживанию сделок с ценными бумагами на Республиканской фондовой бирже "Тошкент", в частности по блокировке акций перед их выставлением на биржевые торги.

* По итогам 1999 г. // Ежеквартальный бюллетень Госкоммущество Республики Узбекистан. - Ташкент: 2000. - С. 41.

ГЛАВА 29. РАСЧЕТНО-КЛИРИНГОВЫЕ ОРГАНИЗАЦИИ

Расчетно-клиринговая организация (РКО) - инвестиционный институт, осуществляющий расчетно-клиринговые операции по сделкам с ценными бумагами. ***Клиринг - деятельность по определению, уточнению и зачету взаимных обязательств, предусматривающая осуществление операций по сбору, сверке, корректировке информации по сделке и подготовке бухгалтерских документов для исполнения сделок с ценными бумагами.***

Расчетно-клиринговые организации создаются в целях обеспечения своевременного и полного проведения взаиморасчетов по сделкам с ценными бумагами, ускорения их оборота, предотвращения задержек платежей и неплатежей при заключении сделок, оперативного обобщения результатов совершаемых сделок и информирования участников рынка ценных бумаг о текущем состоянии конъюнктуры фондового рынка.

В Узбекистане расчетно-клиринговые организации могут создаваться в любой организационно-правовой форме. Инвестиционные институты, осуществляющие расчетно-клиринговую деятельность, не имеют права совмещать ее с какими-либо другими видами профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, кроме деятельности в качестве номинального держателя ценных бумаг.

Функциями клиринга являются:

- определение, уточнение, зачет взаимных обязательств, предусматривающие осуществление операций по сбору, сверке, корректировке информации по сделке;
- составление и направление на исполнение документов, являющихся основанием для перевода денежных средств и поставки ценных бумаг по итогам сделки;
- контроль за одновременностью исполнения обязательств по денежным средствам и ценным бумагам, то есть за соблюдением принципа "поставка против платежа", в том числе осуществление контроля за прохождением составленных и направленных на исполнение расчетных документов;
- контроль за совершением обязательств по совершенным сделкам;
- прием на депонирование денежных средств и ценных бумаг участниками торгов для осуществления купли-продажи ценных бумаг;
- предоставление организаторам торгов (фондовым биржам, институтам, осуществляющим организацию внебиржевой торговли фондовыми ценностями) информации о депонированных ценных бумагах и денежных средствах участников торгов;

- обеспечение членам расчетно-клиринговых организаций гарантированного исполнения сделок путем предоставления на договорной основе средств из резервного фонда.

Для осуществления перечисленных функций расчетно-клиринговая организация на основании заключенных договоров открывает и ведет счета своих клиентов, заключает договора о взаимодействии с банками, депозитариями, биржами, внебиржевыми системами торгов. РКО приобретает права требования, а также принимает на себя обязательства членов РКО путем перемены лиц в правах требования или обязательствах по сделкам с ценными бумагами. В свою очередь все члены РКО уступают свои права требования, а также переводят обязанности (долги) по всем совершенным ими сделкам на расчетно-клиринговую организацию. Таким образом, РКО становится контрагентом каждого члена организации по совершенным сделкам.

Расчетно-клиринговая организация взаимодействует как с членами РКО, так и с их клиентами.

Членами РКО являются профессиональные участники рынка ценных бумаг, подписавшие договор о расчетно-клиринговом обслуживании с РКО, внесшие организационный взнос и взявшие на себя обязательства о солидарной ответственности за исполнение сорванных другими членами РКО сделок, прошедших систему сверки. Клиенты РКО - это участники фондового рынка, прибегающие к ее услугам на основании договора непосредственно с РКО или договора-поручения о покупке или продаже ценных бумаг с членом РКО или на основании договора клиента РКО с организатором торгов.

Взаимоотношения РКО с ее членами регулируются договорами о расчетно-клиринговом обслуживании, а с клиентами членов РКО - договорами о расчетно-клиринговом обслуживании с членом РКО и договорами-поручениями между последним и клиентом. Договор о расчетно-клиринговом обслуживании может включать в себя требование о внесении организационного взноса членом РКО для создания системы сверки и клиринга и обеспечения ее функционирования.

В процессе взаимодействия с клиентами расчетно-клиринговая организация не должна предпринимать каких-либо действий в отношении денежных средств клиента, кроме действий, связанных с исполнением обязательств клиента по сделке, по которой проводится клиринг, а также предоставлятьь кому-либо информацию о клиенте. РКО должна вести лицевой счет клиента с указанием даты

и основания проведения каждой операции по переводу денежных средств со счета клиента. Любые изменения размера средств на счете клиента подтверждаются выдачей соответствующих выписок со счетов.

Для осуществления своей деятельности расчетно-клиринговая организация открывает два счета в банке - депозитный счет "до востребования" для ведения своей хозяйственно-финансовой деятельности и вторичный депозитный счет - для учета и хранения денежных средств членов и клиентов РКО. Для учета средств клиентов и членов РКО на основе договора им открываются лицевые счета. По результатам проведения клиринга и зачета взаимных обязательств по денежным средствам и ценным бумагам по сделкам клиента с ценными бумагами осуществляются переводы средств по лицевым счетам клиентов и членов РКО. Расчет обязательств и прав требований производится на основании договоров купли-продажи ценных бумаг, представляемых сторонами сделки в РКО, а также выписок из реестра сделок, представляемых в РКО организаторами торгов. При этом средства членов и клиентов РКО не должны использоваться последней для выполнения своих обязательств или предоставляться третьим лицам.

Расчетно-клиринговая организация может переводить денежные средства своих членов или клиентов на основании клиринга или их распоряжений на их депозитные счета "до востребования" (для юридических лиц и предпринимателей без образования юридического лица) или на их лицевые счета (для физических лиц). Перевод денежных средств осуществляется со вторичного депозитного счета "до востребования".

✓ **Механизм осуществления клиринга**

Члены РКО заблаговременно перед сделкой депонируют денежные средства в РКО и ценные бумаги в депозитарии. Депонирование осуществляется на основании договоров о расчетно-клиринговом обслуживании, в соответствии с правилами по хранению и учету ценных бумаг в депозитарии, а также правилами организаторов торгов. Последним РКО предоставляет информацию о депонированных ценных бумагах и денежных средствах участников торгов. Для оформления сделки через РКО стороны должны представить ей необходимые документы (договор купли-продажи, а при условии вознаграждения инвестиционного посредника через РКО - договор поручения). Основанием для осуществления клиринга служат реестры сде-

лок. Реестры с подписями участников и организатора торгов передаются в РКО по окончании торгов. На основании представленных документов в день исполнения сделок РКО осуществляет клиринг по ценным бумагам в соответствии с внутренними правилами и расчет обязательств и прав требований сторон сделок.

По результатам клиринга РКО дает поручения депозитарию на перевод ценных бумаг на счета "депо" участников клиринга, имеющих положительное сальдо по данной ценной бумаге, в том числе по возврату непроданных ценных бумаг на счета "депо" продавцов по поручению владельцев ценных бумаг, а также обеспечивает осуществление денежных переводов по счетам участников с учетом их суммарных обязательств и прав требований по их сделкам по поручению владельцев денежных средств.

Помимо этого, РКО может осуществлять расчет комиссионных инвестиционных посредников, депозитариев и организаторов торгов, которые им надлежит получить со сторон сделок, и обеспечивать перевод этих комиссионных на соответствующие счета.

В случае неоплаты полной стоимости сделки покупателем или его брокером в установленный договором срок сделка считается неисполненной, и расчетно-клиринговая организация возвращает ценные бумаги продавцу и залоговую сумму - покупателю (за вычетом штрафных санкций, вознаграждений брокерам, РКО, депозитарию и организатору торгов).

Уставный фонд расчетно-клиринговой организации не должен быть менее 1500 минимальных заработных плат, коэффициент соотношения собственного капитала и средств клиентов (H_1) ≥ 0,00125 и максимальный размер риска для одного клиента (H_2) ≥ 0,015.

В Узбекистане первой попыткой организовать процедуру клиринга было создание в ноябре 1997 г. расчетно-клирингового отдела при Госкомимуществе. Однако эта структура смогла внедрить в практику лишь отдельные элементы клиринга, а именно: предварительное перечисление покупателем-контрагентом сделки 30 процентов предполагаемой стоимости приобретаемых ценных бумаг. Несмотря на то, что клиринга как такового этот институт не производил, его создание имело большое значение, поскольку в какой-то степени уменьшало риск неисполнения сделки контрагентами биржевого и внебиржевого фондового рынка.

В июле 1998 г. в Узбекистане было зарегистрировано закрытое акционерное общество - расчетно-клиринговая палата "Элсис-Кли-

Схема 3. Схема взаимодействия участников фондового рынка с использованием клиринга



ринг", которая начала выполнять ряд более сложных функций по сравнению с РКО Госкомимущества. В настоящее время покупатели ценных бумаг должны предварительно перечислять денежные средства, предназначенные для оплаты договоров по сделкам на специальный субсчет РКП "Элсис-Клиринг", которая самостоятельно, без участия инвестиционного посредника, предоставляет РФБ "Тошкент" или внебиржевой системе "Элсис-Савдо" данные о депонированных участниками торгов денежных средствах. После поступления денежных средств по сделке палата производит перечисление комиссионных бирже, брокеру, а остаток суммы сделки переводит на счет продавца, и только после этого осуществляет операции для осуществления перевода по счетам "депо". Внедрение системы "Элсис-Клиринг" способствует своевременному и полному проведению расчетов по сделкам с ценными бумагами, ускорению их оборота на биржевом и внебиржевом рынках, снижает риски неплатежей и поставки ценных бумаг при их купле-продаже. Схема взаимодействия участников торгов при осуществлении сделок через расчетно-клиринговую палату "Элсис-Клиринг" приведена на схеме.

✓ Схема взаимодействия участников фондового рынка с использованием клиринга

1. Покупатель дает поручение на покупку ценных бумаг инвестиционному посреднику.

2. Покупатель или инвестиционный посредник дает платежное поручение своему банку на перевод денег со своего расчетного (лицевого) счета на счет расчетно-клиринговой палаты (РКП) в уполномоченном банке. Поступление денег на специальный счет РКП должно быть обеспечено за 1 день до торгов.

3. Банк покупателя или инвестиционного посредника переводит деньги в уполномоченный банк.

4. РКП ежедневно получает из уполномоченного банка информацию о поступлениях средств на счет РКП и зачисляет денежные средства на текущие счета своих клиентов.

5. Покупатель или его инвестиционный посредник подает заявку на покупку ценных бумаг в Электронной системе внебиржевых торгов "Элсис-Савдо" или инвестиционный посредник выходит на торги на РФБ "Тошкент".

6. Продавец дает поручение инвестиционному посреднику на продажу ценных бумаг.

7. Продавец или его инвестиционный посредник от его лица дает поручение депозитарию о депонировании своих ценных бумаг в РКП (при подаче заявки на продажу в "Элсис-Савдо" последняя самостоятельно, на основании собранных заявок, дает поручение депозитарию о блокировании ценных бумаг).

8. Депозитарий осуществляет блокирование ценных бумаг на биржевые или внебиржевые торги и передает информацию в РКП.

9. Продавец или его инвестиционный посредник подает заявку на продажу акций в "Элсис-Савдо" или инвестиционный посредник выходит на торги на РФБ "Тошкент".

10. РКП ежедневно до торгов передает информацию "Элсис-Савдо" и РФБ "Тошкент" о депонированных денежных средствах на текущих счетах покупателей и депонированных ценных бумагах на счетах "депо" продавцов.

11. "Элсис-Савдо" и РФБ "Тошкент" проводят торги с ценными бумагами.

12. "Элсис-Савдо" и РФБ "Тошкент" передают РКП отчеты о проведенных торгах.

13. РКП осуществляет клиринг (расчет обязательств сторон).

14. РКП на основании произведенного клиринга дает поручение депозитарию о переводе ценных бумаг со счетов "депо" продавцов на счета "депо" покупателей.

15. РКП дает поручение уполномоченному банку на перевод денег со счета РКП (одновременно списывая эти деньги со счетов продавцов в РКП) на расчетные счета продавцов или их инвестиционных посредников.

16. Уполномоченный банк переводит деньги на расчетный или лицевой счет продавца.

17. Депозитарий осуществляет перевод ценных бумаг и выдает покупателю сертификат о владении ценными бумагами или наличными ценными бумагами.

18. РКП передает покупателю отчет о проведенном клиринге.

19. РКП передает продавцу отчет о проведенном клиринге.

ГЛАВА 30. РЕЕСТРОДЕРЖАТЕЛИ

Держатель реестра владельцев ценных бумаг (реестродержатель) - юридическое лицо, осуществляющее деятельность по сбору, фиксации, обработке, хранению и предоставлению данных, относящихся к системе ведения реестра владельцев ценных бумаг. Реестр владельцев ценных бумаг представляет собой список зарегистрированных владельцев с указанием количества, номинальной стоимости и категории принадлежащих им именных ценных бумаг, составленный по состоянию на определенную дату.

Реестродержателем может быть сам эмитент либо инвестиционный институт, осуществляющий деятельность по ведению реестра на основании поручения эмитента. Если количество владельцев ценных бумаг превышает 500, держателем реестра должна быть специализированная на ведении реестров организация. В качестве держателя реестра ценных бумаг не могут выступать физические лица, а также юридические лица, являющиеся акционерами того же акционерного общества или контролирующие его. Реестродержатель не может осуществлять сделки с ценными бумагами эмитента, зарегистрированными в системе ведения реестра владельцев ценных бумаг. Договор на ведение реестра заключается только с одним юридическим лицом. При заключении договора эмитент передает реестродержателю все необходимые для ведения реестра документы об объявленных к выпуску и выпущенных в обращение акциях, об изменениях, внесенных в учредительные документы акционерного общества, протоколы собраний акционеров, документы, подтверждающие оплату акций, иные документы, являющиеся основанием для внесения в реестр. Акционерное общество, заключившее договор с реестродержателем, не освобождается от обязанностей и ответственности за ведение и хранение реестра. Эмитент может заключать договор на ведение реестра только с одним инвестиционным институтом - реестродержателем.

Осуществление деятельности по ведению реестра не допускает ее совмещения с другими видами деятельности на рынке ценных бумаг, кроме депозитарной. Реестродержатель не вправе передавать права и полномочия, полученные в соответствии с договором на ведение и хранение реестра, другому лицу.

Реестр владельцев ценных бумаг должен содержать перечень минимальных данных:

1. Сведения о каждом зарегистрированном лице с указанием, яв-

ляется ли оно собственником или номинальным держателем ценных бумаг.

2. Размер уставного капитала акционерного общества.

3. Количество, номинальная стоимость и категория (тип) акций.

4. Сведения о фактах дробления акций и консолидации.

5. Сведения об акциях общества, выкупленных им за счет собственных средств, их количестве, номинальной стоимости и категориях (типах).

6. Сведения о выплате дивидендов.

7. Сведения о документах, подтверждающих совершение сделок с акциями (если сделки совершены без участия инвестиционных посредников или депозитария), а также об иных основаниях приобретения прав и фактах обременения акций обязательствами в случаях, предусмотренных законодательством Республики Узбекистан, внесение которых осуществляется держателем реестра.

Система ведения реестра включает в себя:

- ведение регистрационного журнала записей в хронологическом порядке;
- ведение записей зарегистрированных лиц и зарегистрированных залогодержателей;
- ведение журнала выдачи и аннулирования сертификатов акций в случае выпуска акций в наличной форме;
- ведение системы учета и хранения документов, являющихся основанием для внесения записей в реестр акционеров, включая информацию на электронных носителях;
- ведение системы учета заявлений (запросов), полученных от зарегистрированных лиц и зарегистрированных залогодержателей;
- предоставление информации зарегистрированным лицам для обеспечения возможности ознакомления с данными реестра;
- передача информации в депозитарий о внесении изменений в лицевые счета зарегистрированных лиц и зарегистрированных залогодержателей.

Ведение реестра может осуществляться как на бумажных носителях, так и в виде электронной записи. В регистрационный журнал в хронологическом порядке вносятся записи о каждой дополнительной эмиссии акций и каждой передаче акций, а также о любом ином событии, связанном с изменением количества акций, записанных на имя зарегистрированного лица, или отражающем факт обременения акций обязательствами. Реестродержатель обязан сохранять информацию о зарегистрированном лице, содержащуюся в

регистрационном журнале, не менее трех лет с момента, когда это лицо перестало быть таковым.

Лицевой счет открывается реестродержателем в обслуживающем его депозитарии на имя каждого зарегистрированного лица, одновременно с внесением записи в регистрационный журнал. Лицевому счету присваивается номер, отличный для каждого лицевого счета.

При дополнительной эмиссии акций реестродержателем открывается лицевой счет, на котором отражаются все не приобретенные в собственность акции. До момента продажи в собственность указанные акции нельзя использовать при голосовании, дивиденды по этим акциям не начисляются.

Журнал выдачи и погашения сертификатов акций ведется отдельно по каждой категории (типу) акций, в отношении которых осуществляется регистрация сертификатов акций. Сертификат выдается только в бумажной форме. Сертификат не является ценной бумагой (по нему нельзя требовать имущественных прав). Для признания его действительным на нем должны стоять печать и роспись руководителя организации, выдавшей его. Сертификат может выдаваться эмитентом, депозитарием или реестродержателем. Реестродержатель должен выдавать сертификат акций владельцу в срок не более двух недель со дня включения акций в реестр.

Система ведения реестра должна обеспечивать регистрацию, учет и хранение поступивших реестродержателю документов, являющихся основанием для внесения записей в реестр.

Выписка из реестра как документ, подтверждающий записи реестра об акциях, записанных на имя зарегистрированного лица, должна содержать следующие данные:

- фамилия, имя и отчество (полное официальное наименование) зарегистрированного лица;
- дата, на которую выписка из реестра подтверждает записи об акциях, записанных на имя зарегистрированного лица;
- полное официальное наименование акционерного общества, наименование органа, осуществившего регистрацию, номер и дату регистрации, юридический адрес общества;
- количество и категории (типы) акций, записанных в реестре на имя зарегистрированного лица, номинальная стоимость акций, ставка дивиденда (для привилегированных акций);
- информация о передаче акций, их количестве и категории (типе);
- полное официальное наименование и юридический адрес реестродержателя;
- полное официальное наименование банка или агента по выплате дивидендов в случае их наличия;

- информация об обременении акции обязательствами залога и их прекращения, которая содержится в реестре в отношении акций, указанных в выписке из реестра, в том числе о зарегистрированном залоге и иных ограничениях на передачу акций.

Реестродержателем может взиматься плата за составление, выдачу (направление) выписок из реестра зарегистрированным лицам или зарегистрированным залогодержателям, не превышающая фактической стоимости понесенных расходов.

В случае выпуска акций в обращение в безбумажной форме на имя каждого зарегистрированного лица должен выдаваться сертификат акций, удостоверяющий его права на акции. Не допускается нахождение в обращении одновременно более одного сертификата на одну акцию.

✓ **Порядок ведения реестра**

Акционерное общество обязано обеспечить ведение и хранение реестра не позднее одного месяца с момента его государственной регистрации.

При учреждении открытого акционерного общества реестродержатель вносит в реестр данные, предусмотренные действующим законодательством, учредительными документами общества и содержащиеся в документах, подтверждающих оплату акций. При учреждении открытого акционерного общества, созданного в результате приватизации, в реестр вносятся данные об учредителе - соответствующем комитете по управлению имуществом, утвердившем план приватизации акционерного общества, о лицах, которые приобрели права на акции.

В случае дополнительной эмиссии или обмена акций при реорганизации данного акционерного общества информация об этом в пятидневный срок вносится в реестр реестродержателем.

Реестродержатель не позднее трех дней с момента получения передаточного или залогового распоряжения от зарегистрированного лица обязан:

- внести в регистрационный журнал данные о передаче акций и открыть лицевой счет на имя зарегистрированного лица приобретателю акций, указанному в передаточном распоряжении;

- внести необходимые записи в регистрационный журнал и на лицевой счет зарегистрированного лица о фактах возникновения и прекращения обременения акций обязательствами залога.

Передаточное распоряжение должно содержать следующие данные:

- фамилия, имя и отчество или полное официальное наименование зарегистрированного лица, передающего акции, с указанием, является ли оно собственником или номинальным держателем акций;

- полное официальное наименование акционерного общества;
- количество передаваемых акций;
- категория (тип) акций;
- данные о лице, на чье имя должны быть записаны акции;
- в случае регистрации сделки инвестиционным институтом - его полное официальное наименование, дата регистрации сделки, ее номер и юридический адрес института;
- дата и номер регистрации сделки.

Оно должно быть подписано зарегистрированным лицом, осуществившим передачу акций (или его представителем), а также может быть подписано лицом, которому передаются акции. Передаточное распоряжение может быть представлено реестродержателю лицом, на чье имя должны быть записаны акции, или его представителем.

В передаточном распоряжении может указываться дополнительная информация о лице, на имя которого должны быть записаны акции, которая может включать желаемый способ получения дивидендов (в том числе данные о счете в учреждении банка), информацию о том, желает ли данное лицо получить выписку из реестра, сертификат акций (в случае, если их выдача осуществляется в отношении данных, объявленных к выпуску акций), а также данные о способе получения выписки из реестра (сертификаты акций) - лично или почтовым переводом.

В случае, если передача акций осуществляется без регистрации сделки инвестиционным институтом, к передаточному распоряжению должны прилагаться документы, являющиеся основанием для внесения записей в реестр и подтверждающие совершение сделки с акциями.

Реестродержатель обязан:

- обеспечить доступ уполномоченным лицам эмитента и зарегистрированным лицам в течение рабочего дня к данным реестра;
- предоставлять эмитенту список зарегистрированных лиц и не менее одного раза в год - полный список зарегистрированных лиц (на дату закрытия реестра);
- раз в месяц производить с депозитарием сверку количества категорий (типов) выпущенных акций, передача которых осуществлена зарегистрированными лицами;
- предоставлять в контролирующий орган в указанный им срок запрашиваемую информацию по ведению реестра владельцев ценных бумаг;
- в течение 10 дней по окончании каждого квартала предоставлять контролирующему органу и его территориальным отделам полный список зарегистрированных лиц (на дату закрытия реестра), с указанием количества, номинальной стоимости и категории (типа)

принадлежащих им ценных бумаг;

- в трехдневный срок уведомлять контролирующий орган обо всех нарушениях законодательства о ценных бумагах, выявленных в процессе ведения реестра ценных бумаг.

Юридическое лицо, осуществляющее ведение и хранение реестра, не вправе осуществлять сделки с акциями, записанными на имя зарегистрированных в реестре лиц.

Текущий контроль за деятельностью реестродержателя осуществляют Центр по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг и его территориальные отделы. Депозитарий обязан в трехдневный срок уведомлять Центр обо всех нарушениях законодательства о ценных бумагах, выявленных в деятельности реестродержателя.

ГЛАВА 31. НОМИНАЛЬНЫЕ ДЕРЖАТЕЛИ ЦЕННЫХ БУМАГ

Всех владельцев ценных бумаг можно условно разделить на две группы: *реальных* и *номинальных*. Реальные владельцы - это лица, которым ценные бумаги принадлежат на праве собственности или ином имущественном праве.

Номинальный держатель ценных бумаг - лицо, которое держит ценные бумаги от своего имени по поручению другого лица, не являясь собственником этих ценных бумаг. Последним может выступать непосредственно владелец ценных бумаг либо уполномоченный им держатель.

Номинальным держателем ценных бумаг могут выступать банки, депозитарии (кроме акций инвестиционного фонда), инвестиционные институты, совершающие сделки с ценными бумагами от имени и по поручению владельца или уполномоченного им лица. Центральный депозитарий и депозитарии (кастодианы) уже по сути своей деятельности являются номинальными держателями ценных бумаг.

За свои услуги номинальные держатели, как правило, получают комиссионное вознаграждение.

Номинальный держатель ценных бумаг в отношении ценных бумаг, держателем которых он является, обязан:

- совершать необходимые действия, направленные на обеспечение получения этим лицом всех выплат, которые ему причитаются по этим ценным бумагам;

- осуществлять сделки и операции с ценными бумагами исключительно по поручению и в соответствии с договором, заключенным с лицом, по поручению которого он держит ценные бумаги;

- осуществлять учет ценных бумаг, которые он держит по поручению других лиц, на раздельных забалансовых счетах и постоянно

иметь на этих счетах достаточное количество ценных бумаг для удовлетворения требований лиц, по поручению которых он держит эти ценные бумаги.

Номинальный держатель ценных бумаг должен предоставлять реестродержателю сведения о лицах, по поручению которых он держит ценные бумаги, с указанием количества, категории (типа) не менее одного раза в год. Ценные бумаги, которые номинальный держатель держит по поручению своих клиентов, не подлежат взысканию в пользу кредиторов номинального держателя.

В развитых странах номинальное держание является основой существующих систем осуществления и регистрации сделок с ценными бумагами.

Основными *целями* создания института *номинального держания* ценных бумаг являются:

- обеспечение сохранности ценных бумаг реального владельца;
- осуществление сделок с ценными бумагами в соответствии с полномочиями и инструкциями, установленными их собственником;
- обеспечение функционирования эффективной и контролируемой системы осуществления регистрации сделок с ценными бумагами, позволяющей предотвратить злоупотребления при торговле ценными бумагами, а также нарушения налогового законодательства;
- обеспечение функционирования действенной системы защиты законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг, ограждающей от мошенничества и других видов хищения ценных бумаг, а также позволяющей наиболее рационально распорядиться этими ценными бумагами, доверив их профессионалам рынка ценных бумаг;
- сокращение сроков осуществления регистрации прав на ценные бумаги и уменьшение размера затрат на совершение технологических операций при совершении сделок с ценными бумагами.

Институт номинальных держателей ценных бумаг строится на базе следующих основных *принципов*:

- номинальными держателями ценных бумаг могут быть только профессиональные участники рынка ценных бумаг;
- информация о клиенте, планах и ценных бумагах клиента номинального держателя ценных бумаг является конфиденциальной, если клиент не установит обратного;
- действия номинального держателя в отношении переданных ему в номинальное держание ценных бумаг обусловлены и ограничены предписаниями его клиента, любые сделки с ценными бумагами могут быть заключены только в строгом соответствии с условиями, определенными клиентом;
- регулярная отчетность номинального держателя ценных бумаг

перед клиентом;

- абсолютная прозрачность деятельности номинального держателя для его клиента, что означает право клиента знать все о заключенных и осуществленных сделках с его ценными бумагами, о намерении их номинального держателя в отношении этих ценных бумаг, обо всех полученных в результате сделок с ними доходах, а также расходах, которые ложатся на клиента;

- четкое разграничение между ценными бумагами клиента и ценными бумагами других клиентов и имущества самого номинального держателя.

Номинальный деражатель не является действительным собственником ценных бумаг, но осуществляет фактическое обладание ими. При этом он не просто владеет ценными бумагами, но зачастую осуществляет в отношении последних определенные юридические действия.

Номинальный держатель не имеет интереса в ценных бумагах как объектах собственности (как в имуществе), однако он заинтересован в получении определенного вознаграждения, которое представляет собой плату за совершение действий в отношении этих ценных бумаг и сделок с ними. Причем такие сделки осуществляются только в интересах клиента номинального держателя (либо лица, которого клиент укажет) и только в тех пределах, которые клиент определит. Указанными пределами осуществления сделок с ценными бумагами могут быть: установление минимальной цены, по которой ценные бумаги могут быть проданы; перечисление конкретных ситуаций, которые могут сложиться на рынке и при которых ценные бумаги должны быть проданы; перечисление рынков, на которых ценные бумаги можно продавать (фондовая биржа, электронная внебиржевая система или внебиржевой неорганизованный рынок); предоставление номинальному держателю права передавать ценные бумаги в залог на определенных их собственником условиях; установление видов ценных бумаг или круга эмитентов, ценные бумаги которых могут быть приобретены за средства, вырученные от продажи ценных бумаг, переданных в номинальное держание, и т.д.

Со сделками с переданными ему ценными бумагами номинальный держатель связан только его именем, но как такового интереса в них не имеет. То есть, осуществляя сделки с такими ценными бумагами, номинальный держатель выступает от своего имени, но строго в интересах клиента. Клиентами номинального держателя могут быть действительные собственники ценных бумаг или другие номинальные держатели ценных бумаг. Таким образом, номинальный держатель, не имея права собственности на переданные ему ценные бумаги, обладает *титулом* на них, позволяющим осуществлять сдел-

ки от своего имени, но в интересах клиентов. Титул отделяем от действительных подтверждений права собственности и необходим, чтобы обеспечить возможность предоставить "имя" определенной сделке с ценными бумагами, которое отличало бы эту сделку от других.

Основными функциями номинальных держателей ценных бумаг являются:

- обеспечение сохранности ценных бумаг;
- осуществление либо техническое обслуживание сделок с ценными бумагами на условиях, установленных клиентами;
- регистрация сделок с ценными бумагами.

✓ **Система номинальных держателей ценных бумаг**

В странах с развитой рыночной экономикой номинальные держатели в своей совокупности объединены определенной двухуровневой системой. *Первым (высшим) уровнем* ее является центральный депозитарий, предоставляющий услуги номинальным держателям и другим профессиональным участникам рынка ценных бумаг. Центральный депозитарий принимает ценные бумаги для обслуживания сделок с ними, заключаемыми клиентами центрального депозитария между собой и другими профессиональными участниками рынка ценных бумаг. В частности центральный депозитарий осуществляет депозитарные функции для брокеров, обладающих соответствующей лицензией. Брокеры же в свою очередь в отношении своих клиентов осуществляют депозитарные функции, фактически являясь депозитариями второго уровня. Безусловно, спектр услуг и возможностей центрального депозитария гораздо шире по сравнению с возможностями других инвестиционных институтов.

Второй (нижний) уровень системы составляют брокеры - номинальные держатели и обычные депозитарии (банки-кастодианы). На этом уровне происходит непосредственная работа номинальных держателей (брокеров и кастодианов) с их клиентами, а это - принятие ценных бумаг для осуществления сделок с ними, заключение этих сделок и контроль за их осуществлением, включая учет движения ценных бумаг. Инициатива заключения договора о номинальном держании с номинальным держателем второго уровня исходит, как правило, от собственника ценных бумаг.

Номинальные держатели ценных бумаг тесно взаимодействуют друг с другом и с другими участниками рынка ценных бумаг. Это взаимодействие при регистрации прав на ценные бумаги и сделок построено таким образом, чтобы обеспечить оперативность осуществления такой регистрации, снизить затраты, гарантировать исполнение сделок и обеспечить соблюдение прав участников, в первую очередь инвесторов. Инвесторы связаны с депозитариями второго уровня - брокерами-дилерами и кастодианами, в номинальное держание

которых инвесторы и передают принадлежащие им ценные бумаги. Для указанных институтов оказание услуг номинального держателя не является основной функцией. Основными в данном случае являются функции, связанные с торговлей ценными бумагами (брокеры-дилеры), и функции, связанные с учетом активов инвесторов и контролем за операциями с активами (кастодианы). Таким образом, в номинальном держании у каждого брокера-дилера или кастодиана находится совокупность ценных бумаг, переданных ему инвесторами.

В свою очередь в номинальном держании у центрального депозитария находится совокупность ценных бумаг, принадлежащих брокерам-дилерам и кастодианам как номинальным держателям либо как собственникам. Таким образом, центральный депозитарий является номинальным держателем указанных ценных бумаг.

Центральный депозитарий, будучи участником, исполняющим сделки, должен быть тесно связан с банками, осуществляющими расчеты по сделкам с ценными бумагами. Это обусловлено тем, что одной из функций центрального депозитария является осуществление гарантий исполнения сделок на основе принципа "поставка против платежа". В странах с развитым рынком ценных бумаг исполнение сделки по этому принципу осуществляется таким образом, что именно центральный депозитарий организует перевод ценных бумаг только при одновременном осуществлении расчетным банком встречного перевода причитающихся за проданные ценные бумаги денег. Таким образом, центральный депозитарий является главным связующим звеном между системой регистрации сделок с ценными бумагами и системой клиринга и расчетов по этим сделкам. На основании данных о заключении сделки, полученных от номинальных держателей, центральный депозитарий производит клиринг и поручает расчетному банку перечислить деньги в оплату приобретенных ценных бумаг. По получении информации о произведенных расчетах центральный депозитарий осуществляет поставку ценных бумаг путем трансферта по счетам. Все банки - кастодианы и брокеры-дилеры, являющиеся номинальными держателями ценных бумаг, и осуществляющие сделки на организованных рынках ценных бумаг обязаны открывать счета в центральном депозитарии.[1]

Кроме того, центральный депозитарий тесно взаимодействует и с организованными рынками ценных бумаг (фондовая биржа, электронная торговая система внебиржевого рынка). Полноценная деятельность вышеупомянутых институтов фондового рынка немыслима без услуг центрального депозитария, гарантирующего фактическое наличие выставляемых на торги ценных бумаг и обеспечивающего высокую скорость регистрации прав на ценные бумаги.

[1] Функции Центрального депозитария Узбекистана в этом плане несколько отличаются от функций центральных депозитариев западно-европейских стран и США.

ГЛАВА 32. ФОНДОВЫЕ МАГАЗИНЫ

В конце 1994 года в Узбекистане начали создаваться ***фондовые магазины - структурные подразделения инвестиционных институтов, осуществляющие внебиржевую мелкооптовую[1] и розничную торговлю ценными бумагами для физических лиц.*** Фондовые магазины могут реализовывать ценные бумаги населению и скупать их за наличный расчет. Фондовые магазины создаются решением инвестиционного института и отдельно должны быть зарегистрированы в органе, осуществляющем контроль за рынком ценных бумаг. Их могут создавать инвестиционные посредники, инвестиционные и управляющие компании. Удобство приобретения акций через фондовые магазины состоит в том, что инвестор может купить наличные акции или акции в виде записей по счетам прямо в магазине, заплатив при этом наличные деньги. При этом все заботы по оформлению ценных бумаг, открытию клиенту, впервые купившему акции, счетов "депо" в депозитарии, а также операции по перечислению акций с одного счета "депо" на другой берет на себя фондовый магазин.

В 1994 - 1996 г.г. основная часть фондовых магазинов была создана и работала на базе инвестиционных институтов - членов Республиканской фондовой биржи "Тошкент". Они реализовывали пакеты акций преобразуемых в акционерные общества государственных предприятий, специально зарезервированные для этой цели на счетах в Национальном депозитарии Госкомимуществом.

В настоящее время основные функции фондовых магазинов состоят в следующем:

- реализация акций и других ценных бумаг населению за наличные деньги;
- скупка акций и других ценных бумаг, находящихся в собственности физических лиц и хранящихся на их "депо"- счете в депозитарии;
- оказание услуг гражданам по открытию счетов "депо" в депозитариях;
- оказание физическим лицам консультационных услуг на рынке ценных бумаг.[2]

В целях обеспечения учета ценных бумаг, соответствующего их обращения между прежним и новым владельцем фондовый магазин заключает договор с депозитарием, в котором оговариваются форма и сроки отчетности, предоставляемой инвестиционным институтом депозитарию, а также порядок и сроки взаиморасчетов между фондовым магазином и депозитарием.

[1] Мелкооптовой торговлей ценными бумагами считается купля-продажа ценных бумаг при их номинале менее 500 сумов - до 300 штук и более 500 сумов - до 100 штук.

[2] Имеются ввиду технические консультации.

Фондовые магазины могут:

продавать клиентам ценные бумаги, выпускаемые предприятиями и государством, а также находящиеся в распоряжении любого другого лица;

- открывать по поручению новых владельцев ценных бумаг счета "депо" в депозитариях;

- получать от клиентов сведения относительно финансового положения клиента на данный момент, степени понимания клиентом риска инвестиций, инвестиционных целей клиента и т.д.

В числе законодательно определенных обязанностей фондовых магазинов такие, как: раскрытие в письменном виде перед своим клиентом до совершения сделки информации о размерах комиссионного вознаграждения, платы за консультационные услуги, предупреждение клиентов о возможном конфликте интересов, соблюдение конфиденциальности, норм деловой этики и т.п.

Для реализации ценных бумаг инвестиционный институт, в состав которого входит фондовый магазин, и продавец - владелец ценных бумаг должны заключить соответствующий договор между собой. Если ценные бумаги находятся на хранении в депозитарии, заключается трехсторонний договор, в котором указываются порядок, форма и сроки передачи ценных бумаг в номинальное владение инвестиционного института, занимающегося их реализацией, и количество ценных бумаг, подлежащих реализации через фондовый магазин. Роль депозитария в данном случае состоит в том, что он открывает счет "депо" продавцу ценных бумаг, переводит на него ценные бумаги, являющиеся предметом договора, обеспечивает деятельность фондового магазина, представляя ему оперативную информацию о наличии ценных бумаг, предлагаемых к реализации, организует систему приема заявок на приобретение ценных бумаг, являющихся предметом договора, представляет эту информацию магазину.

Фондовый магазин организует реализацию ценных бумаг населению за наличный расчет, оказывает технические косультативные услуги населению и иностранным гражданам, а также ведет подписные листы, на основании которых производится регистрация прав собственности на ценные бумаги в депозитарии. Он ежедневно передает все необходимые сведения в депозитарий, для учета ценных бумаг и перевода по счетам "депо". Магазин взимает с покупателей ценных бумаг стоимость расходов, связанных с открытием счета "депо", переводом ценных бумаг по счетам "депо", стоимость сертификата владельца ценных бумаг, выдаваемого депозитарием.

Документом, подтверждающим заключение сделки через фондовый магазин, является договор купли-продажи, служащий основа-

нием для регистрации сделки. Регистрация договоров купли-продажи может осуществляться инвестиционным институтом (при котором функционирует фондовый магазин) или депозитарием. Для внутреннего учета фондовые магазины регистрируют сделки в специальных учетных регистрах. Ежедневно фондовый магазин представляет копии этих регистров в инвестиционный институт, при котором он создан, для включения в единый учетный регистр по всем сделкам. Фондовые магазины в соответствии с действующим законодательством составляют отчет о финансово-хозяйственной деятельности с представлением его институтам, при которых они функционируют.

Фондовые магазины при расчетах с клиентами используют наличные денежные средства. При заключении сделки на покупку через фондовый магазин клиент уплачивает: стоимость ценных бумаг, налоги в соответствии с действующим законодательством, а также комиссионный сбор.

Для перевода купленных ценных бумаг на счет нового владельца инвестиционный институт, в состав которого входит фондовый магазин, представляет в депозитарий заверенный подписью руководителя и печатью подписной лист с приложением копий платежных поручений об оплате реализованных через фондовый магазин ценных бумаг. Если новый владелец не имеет своего счета "депо" в депозитарии, последний, используя данные о клиенте, имеющиеся в подписном листе, может открыть такой счет. После перевода ценных бумаг на счет "депо" нового владельца, депозитарий передает сертификат владения ценными бумагами фондовому магазину, который, в свою очередь, передает его на основании договора купли-продажи ценных бумаг клиенту.

Для осуществления расчетов наличными деньгами каждый фондовый магазин должен иметь кассу, контрольно-кассовый аппарат и вести кассовую книгу в соответствии с порядком, установленным Центральным банком.

Фондовые магазины играют большую роль в развитии рыночных отношений. Благодаря им значительная часть населения, не знакомая с механизмами купли-продажи ценных бумаг через фондовую биржу, получает свободный доступ к акциям приватизируемых предприятий. Реализация акций через фондовые магазины ведет к изъятию из обращения излишней денежной массы, тем самым сдерживая инфляционные процессы. Фондовые магазины помогают гражданам приобщиться к рынку ценных бумаг, поближе познакомиться с акциями и другими ценными бумагами, которые находятся в обращении на территории нашей республики. По состоянию на 1 января 2000 года в Узбекистане было зарегистрировано 43 фондовых магазина.

ОСНОВНЫЕ ПОНЯТИЯ И ТЕРМИНЫ

инвестиционный институт
инвестиционный посредник
брокерская деятельность
договор поручения
договор комиссии
дилерская деятельность
инвестиционный консультант
инвестиционная компания
андеррайтинг
андеррайтер
дистрибьютер
инвестиционный фонд
ИФ открытого типа
ИФ закрытого типа
приватизационный инвестфонд
аффилированное лицо ИФа
диверсификация вложений
управляющая компания
управляющая компания ИФа
траст
доверительное управление
депозитарий
обездвиживание ценных бумаг
дематериализация ценных бумаг
поставка против платежа
система депозитариев
учетные регистры
расчетно-клиринговая организация
депозитарий
клиринг
функции клиринга
механизм клиринга
реестродержатель
реестр владельцев ценных бумаг
система ведения реестра
выписка из реестра
передаточное распоряжение
номинальный держатель ценных бумаг
реальный держатель ценных бумаг
принципы номинального держания
функции номинальных держателей
система номинальных держателей
фондовые магазины
мелкооптовая торговля ценными бумагами

НОРМАТИВНЫЕ ДОКУМЕНТЫ

1. "О механизме функционирования рынка ценных бумаг". Закон Республики Узбекистан. Принят 25 апреля 1996 года.

2. "О деятельности депозитариев на рынке ценных бумаг". Закон Республики Узбекистан. Принят 29 августа 1998 года

3. "О вопросах организации и деятельности Агентства по оказанию консультационно-аудиторских и информационных услуг участникам рынка ценных бумаг в Республике Узбекистан". Постановление Кабинета Министров Республики Узбекистан от 25 апреля 1996 года № 161.

4. "О мерах по совершенствованию деятельности инвестиционных и приватизационных инвестиционных фондов". Постановление Кабинета Министров Республики Узбекистан от 29 сентября 1998 года № 410.

5. "О вопросах организации и деятельности Центрального депозитария ценных бумаг". Постановление Кабинета Министров Республики Узбекистан от 21 мая 1999 года № 263.

6. "Положение об инвестиционных посредниках". Зарегистрировано Министерством юстиции Республики Узбекистан 2 февраля 1997 г. за № 326.

7. "Положение о реестре акционеров акционерного общества". Зарегистрировано Министерством юстиции Республики Узбекистан 16 августа 1996 года за № 274.

8. "Положение о реестре сделок". Зарегистрировано Министерством юс-

тиции Республики Узбекистан 12 марта 1997 г. за № 315.

9. "Временное положение о расчетно-клиринговых организациях на рынке ценных бумаг Республики Узбекистан". Зарегистрировано Министерством юстиции Республики Узбекистан 31 июля 1998 года за № 461.

10. "Временное положение об экономических нормативах деятельности инвестиционных институтов". Зарегистрировано Министерством юстиции Республики Узбекистан 9 сентября 1997 года за № 364.

11. Положение о лицензировании деятельности инвестиционных институтов на рынке ценных бумаг. Зарегистрировано Министерством юстиции Республики Узбекистан 13 января 1999 года за № 593.

12. Положение о порядке создания фондовых магазинов, совершения, регистрации ими сделок с ценными бумагами. Зарегистрировано Министерством юстиции Республики Узбекистан 27 августа 1996 года за № 278.

13. Гражданский кодекс Республики Узбекистан. - Ташкент: Адолат, 1996.

14. Trust indenture act of 1939; Investment company act of 1940; Compliation of securities laws within the jurisdiction of the committee on energy and commerce Investment advisers act of 1940. U.S. GOVERMENT PRINTING OFFICE WASHINGTON. 1993.

ЛИТЕРАТУРА

1. Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок. - М.: Перспектива, 1995.

2. Рынок ценных бумаг и его финансовые институты. Учебное пособие Под ред. В.С. Торкановского. - Санкт-Петербург: АО "Комплект", 1994.

3. Развитие и организация рынка ценных бумаг в России. Издатель: Общество содействия развитию бирж и финансовых рынков в Средней и Восточной Европе мбХ. Франкфурт-на-Майне, 1993.

4. Kenneth M. Morris & Allan M.Siegel. Guide to understanding money & investing. 1993 by lightbulb press, Inc.

5. Мартынов В.В. Англо-русский словарь внешнеэкономических терминов. - М.: Финансы и статистика, 1994.

6. Русско-английский толковый словарь международных финансовых, валютных, биржевых терминов и понятий. - М.: Центр "Партнер", 1991.

7. Депозитарная система Узбекистана. Интервью с В.Лозицким. // "Рынок ценных бумаг" (Россия), 1998. - № 16.

8. Программа приватизационных и инвестиционных фондов Узбекистана. Интервью с М. Хамидуллиным. // "Рынок ценных бумаг" (Россия), 1998. - № 16.

9. Информационный бюллетень "Рынок ценных бумаг", 1996 - 2000.

РАЗДЕЛ V. БАНКИ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ

ГЛАВА 33. РОЛЬ КОММЕРЧЕСКИХ БАНКОВ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ

Банк - это юридическое лицо, являющееся коммерческой организацией и осуществляющее принятие вкладов от юридических и физических лиц и использование принятых средств для кредитования или инвестирования на собственный страх и риск, а также проведение платежей. Деятельность банков, в том числе и на рынке ценных бумаг, в Узбекистане регулируется законами "О банках и банковской деятельности" и "О Центральном банке Республики Узбекистан". В нашем государстве, как и в большинстве развитых стран, существует двухуровневая банковская система, во главе которой - Центральный банк - "банк банков", регулирующий деятельность других банков, выполняющий функции "банкира" правительства и регулирующий денежное обращение (первый уровень). Коммерческие банки осуществляют кредитно-расчетное обслуживание хозяйствующих субъектов, выполняют пассивные (связанные с формированием своих собственных ресурсов), активные (операции по размещению вкладов) и комиссионные, не связанные с кредитом операции (банки второго уровня).

Среди прочих хозяйствующих субъектов в переходный период банки имели и имеют наиболее благоприятные предпосылки для деятельности на рынке ценных бумаг. Во-первых, традиционно в банках концентрировались высокопрофессиональные кадры, имеющие представление о фондовом рынке. Во-вторых, само законодательство о банках регламентирует деятельность коммерческого банка в качестве акционерного общества, то есть эмитента, осуществляющего выпуск в обращение ценных бумаг и прежде всего акций. Первыми крупными эмитентами - акционерными обществами в Узбекистане были именно коммерческие банки. В-третьих, в сравнении с обычными предприятиями и организациями банки концентрировали значительные собственные и заемные ресурсы, создающие, в свою очередь, предпосылки для участия на фондовом рынке в качестве крупного инвестора. Наконец, законодательство республики никоим образом не ограничивало деятельность банков на рынке ценных бумаг (как это, например, имеет место в ряде стран и, в частности, в США), и одновременно банки располагали обширнейшей информацией о финансово-хозяйственной деятельности своих клиентов, что давало им преимущества перед обычными инвесторами, ограниченными в доступе к таким сведениям.

Особая роль банков на рынке ценных бумаг состоит в том, что в отличие от других хозяйствующих субъектов, как участники этого рынка, они одновременно могут выступать в нескольких качествах: в роли эмитентов акций, облигаций, депозитных и сберегательных сертификатов и банковских векселей; в роли инвесторов, приобретающих ценные бумаги других хозяйствующих субъектов и государства; в роли инвестиционных институтов, осуществляющих посреднические операции с ценными бумаги, оказывающих консультационные, депозитарные услуги своим клиентам, услуги по управлению ценными бумагами и денежными средствами, переданными им для инвестиций в ценные бумаги, и т.д. В то же время коммерческие банки являются элементом общей инфраструктуры фондового рынка, и в этом качестве их роль огромна, хотя бы потому, что практически каждый участник рынка ценных бумаг не может обойтись без услуг банка, поскольку открывает там расчетные и другие счета, хранит на них денежные средства, используемые, в том числе, и для осуществления операций с ценными бумагами. По действующему законодательству банки обязаны контролировать вексельное обращение путем выдачи вексельного поручительства (аваля) при выписке векселя клиентом банка. Центральный банк как участник фондового рынка также является важной составляющей частью регулятивной системы фондового рынка, так как отвечает за выпуск, обращение, погашение депозитных и сберегательных сертификатов и банковских векселей. Кроме того, Центральный банк с помощью операций на открытом рынке с ценными бумагами осуществляет денежно-кредитное регулирование экономики страны.

Роль банков на рынке ценных бумаг в разных государствах неодинакова. В США коммерческим банкам запрещено прямое проведение операций с ценными бумагами и членство на фондовых биржах. В соответствии с Законом 1933 года коммерческие банки не могут участвовать в организации выпусков акций и облигаций промышленных компаний. Банкам запрещено инвестировать свои средства в акции промышленных компаний, кроме случаев, связанных с таким инвестированием, в целях предотвращения потерь, связанных с неплатежеспособностью клиента-заемщика.[1]

[1] В США до 1933 г. банки осуществляли значительные инвестиции в ценные бумаги промышленных компаний, а также оказывали посреднические услуги, в частности осуществляли гарантированное размещение их ценных бумаг. Размеры банковских ресурсов, участвующих в операциях такого рода, достигали колоссальных размеров. С началом кризиса 1929-1933 г.г. подавляющее большинство компаний потерпело банкротство, что, в свою очередь, привело к огромным потерям банков. Уже "по цепочке" пострадали вкладчики банков. Миллионы граждан, доверивших свои сбережения банкам, были разорены или стали банкротами. Именно поэтому в 1933 г. в США был принят закон Гласса-Стигола, запрещающий коммерческим банкам оказывать посреднические услуги на рынке ценных бумаг. С середины 80-х годов XX столетия американским коммерческим банкам вновь было разрешено осуществлять некоторые операции с акциями на вторичном рынке, а также операции дилерского характера.

Этот запрет однако компенсируется выполнением банками в значительных объемах трастовых операций (управление портфелями ценных бумаг по поручению клиентов), американская специфика которых предполагает фактическое владение банками акциями промышленных компаний. Закон разрешает банкам вкладывать средства и организовывать выпуски государственных ценных бумаг, муниципальных облигаций и долговых обязательств, осуществляемых различными ведомствами и международными организациями, а также выполнять отдельные брокерские функции по купле-продаже ценных бумаг за счет и по поручению клиентов.

В ряде стран (Япония, Великобритания, Канада, Франция) до последнего времени банкам также законодательно запрещалось непосредственно участвовать в работе фондовых бирж, однако в настоящее время наблюдаются серьезные изменения законодательств этих стран в сторону возможного их присутствия на биржах.

Противоположным примером активного участия банков в операциях с ценными бумагами является Германия, где только коммерческим банкам разрешено осуществлять все виды операций с ценными бумагами. Брокерские фирмы в чистом виде в Германии отсутствуют. Практически все функции, которые обычно осуществляют инвестиционные институты, в Германии выполняют банки.[1] Здесь банки выпускают наибольшее количество облигаций, являются наиболее крупными инвесторами, выступают в качестве андеррайтеров государственных ценных бумаг. Банки осуществляют также посреднические операции на фондовом рынке, совершая сделки как за счет и по поручению клиентов, так и за свой собственный счет. Именно они в подавляющем большинстве случаев формируют общий контингент членов фондовых бирж.

Многие банки имеют исследовательские отделы, проводящие по поручению клиентов анализ ситуации на рынке ценных бумаг, исследующие конъюнктуру биржевого и внебиржевого рынков, используя при этом обширные массивы экономической, политической и другой информации. На базе этих исследований осуществляется консалтинг многочисленных клиентов, нуждающихся в инвестиционных тактических и стратегических советах.

Значительные доходы банкам приносят выполняемые ими услуги по управлению портфелями ценных бумаг клиентов. По желанию клиентов их деньги могут быть вложены в рискованные или относительно надежные ценные бумаги. При этом банкам приходит-

[1] По данным Я.Миркина, из более чем 30 наиболее развитых стран примерно в 40-45 % существует "китайская стена" между коммерческими и инвестиционными банковскими операциями; в 40-45 % - смешанные рынки и в 10-15 % операции носят чисто банковский характер (см. Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок. - М.: Перспектива, 1995. - С. 399.)

ся испытывать серьезную конкуренцию между собой, поскольку клиенты могут поручать выполнение подобных операций одновременно нескольким банкам, а в последующем отдавать предпочтение одному, где средства используются наиболее эффективно. При осуществлении операций с ценными бумагами в целях хранения и учета прав на них банки создают собственные депозитарии. Они расположены непосредственно в банках (обычно подвальных помещениях, там же, где в специальных сейфах хранятся ценности клиентов). Банковские депозитарии хранят ценные бумаги как в наличной, так и в безналичной формах, посредством записей в электронном виде в компьютерных системах. Банки также могут выполнять функции специализированных организаций по расчетам за ценные бумаги. Особую роль приобретает учреждение банками инвестиционных институтов, через которые проводится работа сразу по нескольким направлениям на рынке ценных бумаг.

В Российской Федерации банки частично ограничены в своих операциях с ценными бумагами. Так, российские банки не вправе выступать покупателями акций приватизируемых предприятий, вкладывать более 5 процентов своих чистых активов в акции акционерных обществ, иметь в своей собственности более 10 процентов акций какого-либо акционерного общества.

В Узбекистане с самого начала создания фондового рынка имеет место смешанная "европейская" модель фондового рынка, где на равных могут функционировать и банки, и небанковские организации - инвестиционные институты. Банки могут выполнять практически все функции инвестиционных институтов, однако, как и последние, они должны иметь на каждый вид деятельности на рынке ценных бумаг соответствующие лицензии. Лицензирование осуществляется органом, ответственным за регулирование рынка ценных бумаг. Несмотря на то, что банки Узбекистана имеют право самостоятельно осуществлять практически все виды операций на фондовом рынке, как правило, они делают это через свои дочерние, специально учрежденные для этого инвестиционные институты.

Выпуская собственные акции, коммерческий банк выступает главным образом в качестве акционерного общества. Выпуская в обращение облигации, депозитные сертификаты, векселя, банки ускоряют денежный оборот страны и, аккумулируя свободные денежные средства юридических и физических лиц, инвестируют их в последующем в приоритетные отрасли народного хозяйства. Кроме того, обслуживая вексельное обращение, они могут ускорять взаиморасчеты и укреплять платежную дисциплину.

Для различных категорий инвесторов банки могут оказывать ши-

рокий спектр консультационных услуг, начиная от содействия в формировании инвестиционной политики клиентов, организации проектного финансирования, кончая управлением портфелем ценных бумаг и получением дивидендов. Банки могут выступать на рынке ценных бумаг в роли кредиторов или страховщиков по операциям с ценными бумагами, организаторов депозитарных и клирингово-расчетных центров. В частности коммерческие банки могут принимать от заемщиков ценные бумаги в качестве залога под выдаваемые краткосрочные кредиты. Еще более широкий диапазон услуг, предоставляемых клиентам, включают в себя операции банков с векселями. Объектами пристального внимания банков в последние годы становятся такие престижные направления инвестиционной деятельности, как получение мандатов на управление акциями крупных акционерных обществ, работа с инвестиционными и приватизационными фондами. Например, именно через отделения Народного банка в Узбекистане осуществляется реализация акций ПИФов.

Главные *цели* присутствия банков на фондовом рынке следующие:

- привлечение денежных средств (формирование своих пассивов) для осуществления основного вида деятельности;
- получение прибыли от собственных инвестиций в ценные бумаги;
- получение прибыли от предоставления клиентам услуг по операциям с ценными бумагами;
- повышение собственного имиджа и привлечение новой клиентуры;
- подчинение различных банковских и небанковских структур путем скупки контрольных пакетов акций;[1]
- получение информации о конкурентах, клиентах, конъюнктуре рынка, котировках цен и т.п.

Используя свой колоссальный потенциал, а также невозможность на современном этапе развития выполнять свои прямые банковские функции без участия в том или ином качестве на рынке ценных бумаг, банки занимают все более важное место на этом рынке как в качестве его непосредственного участника, так и в качестве важного вспомогательного института общей инфраструктуры рынка, формирующего благоприятные условия для развития торговли ценными бумагами в целом.

В последние несколько десятилетий банки значительно активизировали свою деятельность на рынке ценных бумаг. Они создают

[1] Если по законодательству той или иной страны банки не могут прямо участвовать в формировании структур себе подобных, то они могут контролировать их косвенно - путем приобретения контрольного пакета акций (долей) главных акционеров интересующего их кредитного учреждения

различные дочерние компании, специализирующиеся на операциях с ценными бумагами, формируют в своем составе специальные подразделения по исследованию фондового рынка и практической работе на нем, участвуют в различного рода синдикатах и консорциумах. Стремление коммерческих банков расширить операции с ценными бумагами вызвано различными причинами, в числе которых относительное сокращение сферы использования прямых банковских кредитов, растущая доходность от операций с ценными бумагами. Широкая диверсификация операций коммерческих банков с ценными бумагами происходит на основе внедрения современных технических средств информации и телекоммуникаций, обеспечивающих быструю передачу информации, ее обработку, глубокий и многофакторный анализ экономической ситуации и перспектив развития фондового рынка.

В нашей республике банкам принадлежит важная роль в формировании специальной инфраструктуры рынка ценных бумаг. Ими созданы десятки инвестиционных институтов, специализирующихся на самых различных операциях. Например, в 1996 году была создана одна из крупнейших инвестиционных компаний "Инвест-Траст", использующая средства банков для осуществления широкого спектра операций на рынке ценных бумаг. В ее состав сегодня входят брокерско-дилерские организации, депозитарии, реестродержатели, аудиторские фирмы и другие инвестиционные институты, специализирующиеся на оказании услуг преимущественно банковскому сектору. Создана база данных по 2450 акционерным обществам. На основе разработанной компанией методики автоматизированной расчетно-справочной системы "Инвестиционный рейтинг эмитентов" произведен анализ 2,5 тыс. предприятий, отобрано около 500 акционерных обществ, являющихся относительно стабильными с точки зрения инвестиционной привлекательности. Их общий объем составлял 17 млрд. сумов с пакетами акций, предназначенных для продажи 4,5 млрд. сумов. Среди коммерческих банков компания распространила список 273 хозяйствующих субъектов Узбекистана, акции которых довольно привлекательны. Благодаря компании коммерческие банки республики и их многочисленные клиенты получают информацию о динамике финансово-экономических показателей акционерных обществ.[1]

Широко известны дочерние брокерские фирмы "Асака-банка", "Узпромстройбанка", "Пахта банка" и других коммерческих банков, осуществляющие операции на биржевом и внебиржевом фондовом рынке в качестве инвестиционного посредника.

[1] А. Рихсиев. Траст, который не лопнет. // ББВ № 39. 23-29 сентября 1999. - С. 4.

Обладая значительными денежными ресурсами, проникая через свои институты в промышленные компании, именно банки являются инициаторами слияния собственного - банковского - капитала с промышленным и создателями так называемого *финансового капитала*.

Банки - это уникальные институты, которые сегодня выступают на рынке ценных бумаг в качестве эмитентов, инвесторов и инвестиционных институтов, освоив при этом работу практически со всеми инструментами фондового рынка, акциями, государственными краткосрочными облигациями, депозитными и депозитными (сберегательными) сертификатами, векселями. Очевидно, и в дальнейшем с развитием рынка ценных бумаг республики позиции банков в этой сфере будут усиливаться.

Возрастающее внимание коммерческих банков к становлению отечественного рынка ценных бумаг обусловлено усиливающейся потребностью национальной экономики в инвестициях, без которых невозможны глубокая перестройка общественного производства, дальнейшее наращивание экспортного потенциала и повышение жизненного уровня населения.

Важным фактором активизации банков на рынке ценных бумаг является усиливающаяся потребность в привлечении дополнительных ресурсов в их уставные и оборотные фонды на основе эмиссии собственных ценных бумаг.

Наконец, немаловажное значение для банков имеет неуклонное возрастание роли ценных бумаг как эффективных платежных залоговых средств, что особенно актуально в переходный период.

К числу наиболее важных *предпосылок активизации банков* на рынке ценных бумаг можно отнести следующие:

- действующее законодательство Узбекистана допускает участие коммерческих банков в совершении любых видов операций с ценными бумагами;

- относительно стабильное финансовое положение банков и высокая доходность банковских операций позволяет им отвлекать значительные финансовые ресурсы на освоение новых видов банковских услуг, каковыми являются многие операции с ценными бумагами;

- имеющийся у банков технический, информационный и кадровый потенциал, широкая сеть филиалов и клиентская база превращают их в наиболее дееспособных участников рынка ценных бумаг;

- усиливающаяся конкуренция между банками и другими финансово-экономическими институтами, снижение прибыльности многих традиционных банковских услуг (кредитование, валютно-фи-

нансовые, агентские операции) заставляют банки перемещать центр своей активности в сферу рынка ценных бумаг.

Наличие вышеуказанных предпосылок и благоприятных факторов открывает перед банками большие возможности для расширения масштабов работы на рынке ценных бумаг и активизации их деятельности в этой приоритетной сфере экономики в самом ближайшем будущем.

ГЛАВА 34. БАНКИ КАК ЭМИТЕНТЫ ЦЕННЫХ БУМАГ

Как уже упоминалось, среди всех участников рынка ценных бумаг банки отличаются тем, что могут одновременно выступать в качестве эмитентов почти всех разрешенных законодательством финансовых инструментов фондового рынка: акций, облигаций, депозитных сертификатов и векселей.

Значительное место в деятельности банков занимает работа, связанная с выпуском в обращение своих собственных акций. В Узбекистане, в частности, подавляющее большинство банков имеет статус акционерных обществ, что предполагает для формирования уставных фондов выпуск в обращение прежде всего этих ценных бумаг. Одними из первых с 1991 года в Узбекистане стали выпускать свои акции в обращение "Узпромстройбанк", "Узагропромбанк" (ныне "Пахта банк"), "Узинбанк", Банк консолидации "Турон", банк "Ипак йули". Характерной особенностью эмиссии того времени было то, что объявленный уставный капитал банков на протяжении нескольких лет значительно превышал реально сформированный, а акционерами банков были прежде всего их клиенты. Значительной частью акций коммерческих банков владело государство в лице его различных органов управления. В соответствии с постановлением Кабинета Министров Республики Узбекистан от 15 января 1999 г. № 24 " О мерах по дальнейшему реформированию банковской системы" по предложению Центрального банка Республики Узбекистан с 1 января 2000 г. стали поэтапно повышаться минимальные размеры уставных капиталов коммерческих банков с доведением их по открывающимся в г. Ташкенте - до 2,5 млн. долларов США и по другим населенным пунктам - до 1,25 млн. долларов США в сумовом эквиваленте. Коммерческим банкам республики было рекомендовано в срок до 1 января 2000 года завершить формирование объявленных уставных капиталов, причем увеличение уставных капиталов производилось за счет привлечения средств иностранных инвесторов, а также свободных средств самих банков. Все это привело к значительному поступлению на рынок ценных бумаг банковских акций.

Доля одного акционера в уставном капитале коммерческого банка не должна превышать: с 1 января 2000 года - 20 %, с 1 января 2001 года - 13 % и с 1 января 2002 года - 7 % от общего размера уставного капитала (за исключением доли государства, а также банков с участием иностранного капитала и частных банков). Не допускается участие банка в уставном капитале вновь регистрируемых банков, за исключением случаев создания банков с участием иностранного капитала и дочерних банков. До 2001 года коммерческие банки должны были реализовать принадлежащие им пакеты акций других действующих банков.

Каждый банк должен иметь разработанное и утвержденное Положение об эмиссионной политике (выпуске ценных бумаг), утвержденное Советом банка, где в обязательном порядке должны быть отражены следующие вопросы:

1) стратегия и цели эмиссионной деятельности банка (формирование уставного капитала, поддержание ликвидности, привлечение заемных средств);

2) виды и типы ценных бумаг, которые банк планирует выпускать, сроки эмиссий;

3) поддержание ликвидности и обращаемости ценных бумаг;

4) обеспечение своевременного погашения долговых обязательств.

Заинтересованность коммерческих банков в эмиссии собственных акций и их размещении на открытом рынке объясняется целым рядом обстоятельств. Прежде всего это необходимость формирования пассивов банка. Инфляция, постоянно обесценивающая собственные капиталы, лишает банки возможности привлекать долгосрочные депозиты, и поэтому для осуществления относительно долгосрочных вложений банкам во всевозрастающих размерах приходится использовать собственный капитал. Следует отметить также, что увеличение уставного капитала и выпуск дополнительных акций коммерческими банками используется для реструктуризации - изменения долей акционеров. Наконец, существуют, как уже отмечалось, требования к минимальному размеру уставного фонда коммерческого банка, а также экономические нормативы, установленные для банков соответствующими регулятивными инстанциями (Кабинет Министров, Центральный банк), соблюдение которых обязательно.

Процедура выпуска ценных бумаг коммерческими банками в СНГ обычно включает в себя следующие этапы:

1. *Принятие банком-эмитентом решения о выпуске ценных бумаг.* Решение о выпуске ценных бумаг принимается органом управления банка, имеющим соответствующие полномочия. Как правило,

это общее собрание акционеров. При этом банк должен быть безубыточным в течение трех последних финансовых лет, не должен подвергаться санкциям со стороны государственных органов за нарушение действующего законодательства в течение трех последних лет, не должен иметь просроченной задолженности кредиторам и по платежам в бюджет. Данные, подтверждающие соответствие банка этим требованиям, должны содержаться в проспекте эмиссии ценных бумаг.

2. *Подготовка проспекта эмиссии ценных бумаг.* Проспект эмиссии ценных бумаг готовится правлением банка, подписывается его председателем и главным бухгалтером. В проспекте эмиссии содержатся данные о банке, его финансовом состоянии и сведения о предстоящем выпуске ценных бумаг (общие данные о ценных бумагах, условия и порядок их распространения, данные о расчетных условиях выпуска ценных бумаг, данные о получении по ценным бумагам дивидендов или процентов).

3. *Регистрация выпуска ценных бумаг и проспекта эмиссии.* Эту операцию банк-эмитент проводит в уполномоченном государством органе в установленном законом порядке.

4. *Издание проспекта эмиссии и публикация сообщения в СМИ о выпуске ценных бумаг.* Публикация осуществляется банком-эмитентом путем издания проспекта, обычно в виде отдельной брошюры, тиражом, достаточным для информирования потенциальных покупателей.

5. *Реализация ценных бумаг.* Ее банк-эмитент может начать только после регистрации выпуска, публикации проспекта эмиссии и сообщения о выпуске ценных бумаг. Реклама своих ценных бумаг до регистрации проспекта эмиссии запрещена. Реализация акций может происходить путем продажи их за сумы на основании заключенного с покупателем договора купли-продажи на определенное количество акций. При этом банк может пользоваться услугами посредников - брокерских фирм, с которыми заключает специальные договоры комиссии и поручения. Количество проданных акций не должно превышать количества, предполагаемого к выпуску и указанного в регистрационных документах.

6. *Регистрация итогов выпуска.* Эта процедура происходит по окончании реализации ценных бумаг. Банк анализирует его результаты и составляет отчет об итогах выпуска, который подписывается руководством, скрепляется печатью банка и представляется в регистрирующий орган. Последний должен рассмотреть отчет об итогах выпуска, и если с его стороны отсутствуют претензии, регистрирует отчет и итоги выпуска. Если орган, проводящий такую регистрацию, отказывает банку в регистрации, он должен известить эмитен-

та письмом, в котором должны быть четко сформулированы причины отказа (например, нарушение действующего законодательства, банковских правил, инструкций в процессе осуществления выпуска ценных бумаг, несвоевременное представление отчета).

7. *Публикация итогов выпуска ценных бумаг* должна производиться банком-эмитентом в том же печатном органе, где было опубликовано сообщение о выпуске. Все реализованные акции, отчет об итогах выпуска которых зарегистрирован, должны быть полностью оплачены покупателями в течение года со дня регистрации выпуска.

Важное место среди банковских ценных бумаг, выпускаемых для формирования своих пассивов, являются депозитные сертификаты. В отличие от банковских акций выпуск сертификатов позволяет банку на платной основе привлечь заемные средства. В Узбекистане лишь немногие банки выпускают данный вид ценных бумаг. Однако в целом наблюдается постепенное увеличение этого вида ценных бумаг на фондовом рынке. Если на 1 января 1996 г. было выпущено банковских сертификатов на сумму 87,5 млн. сумов,[1] то к середине 1998 года объем их выпуска возрос до 0,5 млрд.[2]

Другим важным финансовым инструментом, прошедшим апробацию в условиях действующей практики Узбекистана являются банковские векселя. Их удельный вес в общем количестве выпущенных векселей составлял примерно 20-25%. ***Банковский вексель - это ценная бумага, удостоверяющая, что предприятие внесло в данный банк депозит в сумме, указанной в векселе.*** Банк обязуется погасить такой вексель при предъявлении его к оплате в указанный в нем срок. При этом на вексель начисляется определенный процентный доход. Между обычными коммерческими и банковскими векселями имеются некоторые отличия. Классический коммерческий вексель имеет кредитную природу, то есть возникает на основе отношений кредита. Банковские векселя возникают, как правило, на основе вклада (векселя под вклад), то есть природа банковских векселей депозитная. Таким образом, банковские векселя по экономической природе близки к депозитным сертификатам, но по правовому режиму - они полноценные векселя, поскольку их правовой режим совпадает с общим режимом векселей всех иных эмитентов. Среди банковских векселей преобладают простые - соло векселя, которые представляют собой одностороннее, ничем не обусловленное обязательство банка заплатить обозначенному в векселе лицу, либо его приказу, либо правопреемнику в установленный срок определенную сумму денег. Но некоторые банки выпускают и переводные век-

[1] "Обзор финансового рынка Узбекистана". - Ташкент: Консаудитинформ, 1997. - № 1. - С. 42.
[2] "Обзор финансового рынка Узбекистана". - Ташкент: Консаудитинформ, 2000. - № 2. - С. 38.

селя, по которым плательщиками назначаются третьи лица - должники или гаранты. В отдельных случаях плательщиком по переводному векселю банк назначает себя самого, то есть, по существу, это тот же простой вексель, но выписанный в форме переводного. Возможен и такой вариант переводного векселя, при котором банк назначает себя получателем средств ("платите приказу банка...").

Банковские векселя могут выпускаться как в единичном порядке, так и сериями. Серийному выпуску векселей банки отдают явное предпочтение, поскольку в этом случае обеспечивается привлечение большого количества инвесторов и, соответственно, большего объема ресурсов. Вариант или режим выпуска векселей банк выбирает в зависимости от особенностей проблем, решаемых с помощью вексельной эмиссии.

Инвесторов обычно привлекают высокий доход по векселям и возможность досрочно продать (учесть) их в банке-эмитенте. Многие банки, выпускающие векселя, не только берут на себя обязательство учитывать свои векселя до истечения их срока, но и заранее объявляют котировки, то есть курс скупки векселей у их держателей на определенные даты. Это резко повышает ликвидность банковских векселей.

Некоторые банки при реализации своих векселей прибегают к услугам посредников, которые могут производить собственную котировку векселей. Посредники активно работают на вторичном рынке банковских векселей, где, манипулируя ставками доходности и дисконта, получают достаточно высокие прибыли.

Банковские векселя пользуются на рынке неизменно устойчивым спросом. Они восполняют недостаток краткосрочных высоколиквидных инструментов денежного рынка, потребность в которых неизменно обостряется в условиях инфляции. Достоинство банковских векселей, помимо их доходности и ликвидности, заключается также и в том, что они в отличие от депозитных сертификатов, могут использоваться как платежное средство.

В Узбекистане вексельное обращение получило свое развитие с выходом в июне 1995 г. постановления Кабинета Министров № 204 "О применении векселей в народном хозяйстве Республики Узбекистан". Выход вышеуказанного постановления правительства был обусловлен сложившейся ситуацией в экономике республики: с одной стороны, проведение с начала 1995 г. антиинфляционных мер привело к уменьшению объема ликвидных средств в экономике, а с другой стороны - структурные диспропорции в переходной экономике Узбекистана привели к накоплению больших взаимозадолженностей между хозяйствующими субъектами. Поэтому одной из глав-

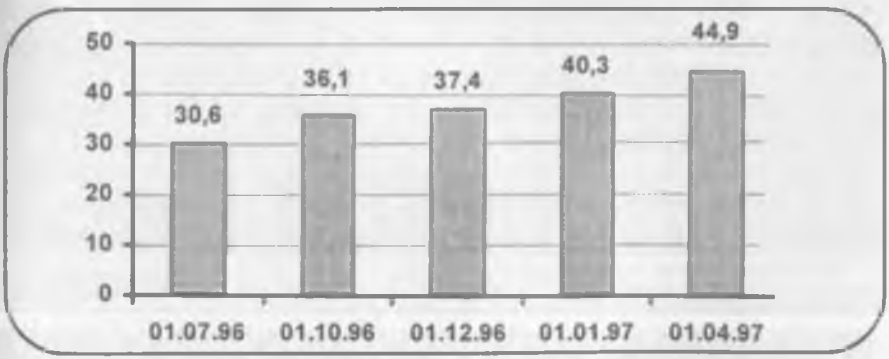
ных задач вводимой в Узбекистане системы вексельного обращения являлось решение проблемы неплатежей. Именно поэтому активную работу с векселями начали проводить банки, клиентами которых являлись предприятия базовых отраслей экономики и сельскохозяйственные предприятия. В силу факторов, обусловивших зарождение вексельного обращения в Узбекистане, самыми крупными эмитентами векселей стали банки, клиенты которых располагали значительными оборотными средствами. Так, по состоянию на 1 июля 1996 г. в общем объеме реализации банковских векселей доля только четырех банков ("Узпромстройбанк", РСАКБ "Галлабанк", САК "Пахта банк", САКБ "Савдогар") составила 82%.

СТРУКТУРА ОБЩЕГО ОБЪЕМА РЕАЛИЗОВАННЫХ БАНКОВСКИХ ВЕКСЕЛЕЙ ПО СОСТОЯНИЮ НА 1.07.96 Г. В ПРОЦЕНТАХ



Банковские векселя, как и векселя коммерческие, могут обращаться. Однако обращаемость банковских векселей, как и коммерческих, ограничена сроком, на который выписан вексель. Об интенсивности обращения векселя говорит количество передаточных надписей

ОБОРОТ БАНКОВСКИХ ВЕКСЕЛЕЙ В МЛРД. СУМОВ



(индоссаментов) на нем. По количеству индоссаментов векселя, например, "Мевасабзавотбанка" значительно превосходили векселя других банков. Векселя этого банка имели в 1996 году в среднем 18

индоссаментов, АКБ "Автодорбанка" - 12, "Андижан-банка" - 11, САКБ "Алокабанка" - 11 и т.д.

Следует отметить, что из-за недоработанности нормативных документов, регламентирующих выпуск и обращение векселей, процедуры протеста по векселю и т.п., в народном хозяйстве имели место случаи злоупотреблений, мошенничества при передаче векселей в трастовое управление, выдаче кредита векселями, подделки векселей. В связи с принятыми правительством и Центральным банком республики мерами весной 1997 года были серьезно ужесточены условия выпуска и обращения векселей, в том числе и банковских. Поэтому ко второй половине 1997 года в республике продолжалось лишь погашение ранее выпущенных векселей без выпуска новых.[1]

В настоящее время банковские векселя практически не используются в хозяйстве страны, что, безусловно, обедняет рынок капитала и приводит к задержке в расчетах, чего при использовании банковских векселей можно было бы избежать. Внедрение полноценного обращения банковских векселей и использование их в народном хозяйстве остается одной из актуальнейших задач, стоящих перед финансовой системой нашего государства.

ГЛАВА 35. КОММЕРЧЕСКИЕ БАНКИ КАК ИНВЕСТОРЫ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ

К банковским инвестициям, как правило, относятся вложения средств в ценные бумаги со сроком погашения более одного года, преследующие цель получения прибыли. Если банк приобретает несколько видов ценных бумаг различных эмитентов, то есть его вложения диверсифицированы, то можно говорить о портфеле инвестиций данного банка. Содержание управления портфелем ценных бумаг в банках практически ничем не отличается от управления портфелями других инвесторов. Оно включает в себя планирование, анализ и регулирование состава портфеля, деятельность по его формированию и поддержанию с целью достижения поставленных перед портфелем целей при сохранении необходимого уровня его ликвидности и минимизации связанных с ним расходов. При выработке инвестиционной политики и определении структуры инвестиционно-

[1] В отличие от других видов ценных бумаг вексель, в том числе и банковский является сложнейшим финансовым инструментом. Его благотворное влияние на состояние финансовой системы переоценить невозможно. Это признают практически все ведущие экономисты развитых стран. Однако для того, чтобы вексель нормально выполняя свои функции, необходима тщательнейшим образом разработанная, продуманная и четко отрегулированная система с постоянным мониторингом со стороны контролирующих органов. Именно поэтому векселям и вексельному обращению в развитых странах посвящены толстые "томуты", включающие прежде всего нормативные документы (законы, инструкции и т.п., официальные комментарии компетентных органов, толкования специалистов и т.д.)

го портфеля банки прежде всего обращают внимание на ликвидность, доходность и риск. Цели инвестирования в ценные бумаги у банков - это получение процента, сохранение капитала и обеспечение его прироста на основе роста курсовой стоимости ценных бумаг. На стратегию банков в этой области серьезное влияние оказывает банковское законодательство. В таких странах, как Великобритания, Италия, закон запрещает формировать банку скрытые резервы, возникающие за счет роста курсовой стоимости ценных бумаг, находящихся в портфеле банка. В этих странах банки в своих балансах обязательно должны показывать стоимость своих активов с учетом их переоценки. В других странах, например, Японии, США, ввиду того, что активы отражаются в балансах по покупной или номинальной стоимости, скрытые резервы могут достигать значительных размеров, что, безусловно, толкает банк на наращивание подобных инвестиций.

В большинстве стран банковское законодательство устанавливает определенные требования к качеству ценных бумаг, которые находятся в его инвестиционном портфеле. Эти требования, обычно, касаются ликвидности ценных бумаг, а также того, что ценные бумаги, формирующие портфель банка, должны либо свободно обращаться на рынке, либо приниматься Центральным банком в виде залога при получении кредита.

Объектом портфельного инвестирования банков Узбекистана служат как корпоративные ценные бумаги, так и государственные краткосрочные облигации.

Различают два вида стратегии банка в процессе инвестирования: пассивную и активную. Пассивная, выжидательная стратегия имеет целью обеспечить получение стабильного и устойчивого дохода на уровне, близком к среднерыночному. В этом случае, как правило, применяется метод "лестницы" или метод "штанги". Первый метод основан на покупке ценных бумаг различной срочности с равномерным их распределением в пределах выбранного банком срока инвестирования. Метод "штанги" означает, что подавляющая часть инвестиций направляется банком в очень краткосрочные ценные бумаги, обеспечивающие высокую ликвидность портфеля в целом и в достаточно долгосрочные ценные бумаги, позволяющие получать высокий доход.

В Узбекистане при формировании своих портфелей ценных бумаг банки применяют оба этих метода. Однако для Узбекистана характерными являются относительно более короткие сроки инвестирования в целом

Агрессивная политика направлена на максимальное использо-

вание возможностей получения дохода от рыночного колебания курсов и процентов. Такую стратегию могут позволить себе только крупные банки, имеющие значительный инвестиционный портфель. Для успешного проведения агрессивной стратегии банк должен располагать соответствующими аналитическими возможностями, обеспечивающими проведение объективной оценки текущего рынка и составление прогнозов изменения ситуации на нем.

Главным объектом инвестирования банков Узбекистана являются государственные краткосрочные облигации, которые позволяют банкам получать гарантированный твердый и стабильный доход. Именно в ГКО большинство банков вкладывает свои временно свободные денежные ресурсы. Следует отметить, что многие банки при инвестировании в ГКО проводят агрессивную стратегию, получая в ряде случаев большие доходы от игры на повышение и понижение на вторичных рынках.

Второй по значимости объект инвестирования, но имеющий наибольшие перспективы, - акции приватизированных предприятий, которые приобретаются для получения доходов в виде дивидендов и прироста курсовой стоимости, а также для дальнейшей перепродажи по более высокой цене. В 1998 г. на биржевых торгах банками было выкуплено порядка 30 процентов от общего объема приобретенных ценных ценных бумаг против 11 процентов в 1997 г. К середине 2000 года общий объем инвестиций банков в акции приватизированных предприятий составлял свыше 53 млрд. сумов. Наиболее крупными инвесторами были Национальный банк ВЭД РУз, "Пахта банк", "Саноат банк", "Алока банк".[1]

При осуществлении инвестиций банков в акции промышленных корпораций происходит сращивание банковского капитала с промышленным и образование финансового капитала. Такое сращивание, как уже отмечалось, возможно не во всех странах, однако в Узбекистане оно получило достаточно широкое развитие. Преимущества такого сращивания проявляются лишь в том случае, когда банк, имеющий пакет акций того или иного акционерного общества, принимает активное участие в его управлении, а также оздоровлении финансового положения эмитента с помощью кредитов, в том числе и льготных.

Определенную часть инвестиционного портфеля каждого банка составляют паи и доли, внесенные банком в совместные и дочерние предприятия. Доход на эти вложения иногда может достигать значительных величин, но иногда вовсе отсутствовать. Будучи учредителями различных рыночных структур, банки вкладывают в них значительные средства. Например, банки могут быть учредителями ин-

[1] Каримов И.А. Либерализация экономики - основа процветания. Доклад на заседании Кабинета Министров Республики Узбекистан, посвященном итогам социально-экономического развития и реформирования экономики за I полугодие 2000 г. // Народное слово. 22 июля. - №141.

вестиционных институтов и бирж. Практически каждый банк Узбекистана является учредителем одного или даже нескольких инвестиционных институтов различного профиля - инвестиционных посредников, депозитариев, инвестиционных компаний и т.д. В Узбекистане банкам разрешено быть учредителями институциональных инвесторов, то есть организаций, которые по характеру своей деятельности имеют постоянные и значительные денежные средства и в состоянии вкладывать их в портфели ценных бумаг. Приобретая акции институциональных инвесторов, банки получают дополнительный канал аккумуляции денежных средств, а также расширяют свои операции по управлению портфелями ценных бумаг клиентов.

Банки осуществляют операции по инвестированию средств в ценные бумаги при проведении операций по андеррайтингу, то есть в том случае, когда банку не удается разместить ценные бумаги эмитента-клиента, банку приходится самому выкупать его ценные бумаги, чтобы выполнить свои обязательства и своевременно сформировать уставный капитал клиента. Однако эти операции носят, скорее, вынужденный характер. В последующем банк, купив такие ценные бумаги, либо постарается все же продать их, либо принять участие в управлении эмитента с тем, чтобы последний начал приносить прибыль, а с ней и дивиденды.

Владея акциями предприятия и предоставив ему кредиты, они могут быть втянуты в продолжение кредитования с целью защиты своих инвестиций. Банки могут быть вынуждены поддерживать финансовую стабильность предприятия для защиты своей репутации. При осуществлении инвестиций в ценные бумаги существующий риск по сумме потерь банка в основном является краткосрочным, однако он может оказаться очень высоким по отношению к его основному капиталу. Банк может понести убытки в связи с банкротством предприятия-эмитента, акциями которого он владеет, но наиболее распространенной причиной таких потерь является неправильная оценка рыночной стоимости и длительное хранение ценных бумаг.

Именно поэтому банкам установлены ограничения по осуществлению их вложений в ценные бумаги, которые состоят в следующем:

1) размер вложений банка в уставный капитал одного предприятия, а также в другие ценные бумаги этого предприятия не должен превышать 15 % регулятивного капитала банка первого уровня;

2) размер инвестиций банка в уставный капитал и другие ценные бумаги всех эмитетов не должен превышать 50% регулятивного капитала банка первого уровня;

3) размер вложений банка в негосударственные ценные бумаги

для купли-продажи не должен превышать 25 % регулятивного капитала банка первого уровня.

Банк не может прямо или косвенно (например, через дочерние предприятия) владеть более чем 20 % уставного капитала любого предприятия (кроме финансовых институтов).

Однако эти ограничения на вложения банка не распространяются на ценные бумаги, полученные банком в результате реализации залоговых прав на переданные в обеспечение кредитов ценные бумаги. В то же время, если банк в случае реализации залоговых прав получил ценные бумаги, он должен в течение месяца реализовать их.

Центральный банк может устанавливать дополнительные ограничения на размер инвестиций банков в ценные бумаги любого из эмитентов, если установлено, что деятельность эмитента или размер банковских фактических или планируемых инвестиций может нанести вред интересам вкладчиков, кредиторов, акционеров, или из-за недостаточности опыта банка в управлении инвестициями.

Внутренняя отчетность банка по портфелю ценных бумаг должна содержать разбивку по видам и типам ценных бумаг, рейтинг качества, номинальную и рыночную стоимость, даты покупки или продажи, процентные ставки, скидки, полученные дивиденды или проценты, прибыль по сделкам купли-продажи. Такой отчет должен готовиться регулярно как для инвестиционных ценных бумаг, так и для ценных бумаг, предназначенных для купли-продажи.

Каждый банк, как уже отмечалось, должен иметь в качестве внутреннего документа Положение об инвестиционной политике, утвержденное Советом банка, в котором в обязательном порядке должны быть отражены следующие вопросы:

- инвестиционная стратегия и цели (получение прибыли, участие банка в управлении предприятием-эмитентом, поддержание ликвидности, соответствие залоговым требованиям);
- виды и типы ценных бумаг, в которые банк планирует инвестировать средства, и сроки инвестиций;
- посредством каких методов банк планирует ограничивать концентрацию акций по эмитентам и отраслям, оценивать безопасность вложений в ценные бумаги и их качество, оценивать финансовое положение и управленческий опыт предприятий-эмитентов, осуществлять диверсификацию инвестиций.

Кроме того, при осуществлении инвестиционной деятельности Центральным банком всем коммерческим банкам рекомендовано использовать специальную форму "Анкета эмитента ценных бумаг", в которой фиксируются общие паспортные данные эмитента, а также его финансовое состояние (коэффициенты покрытия, ликвид-

ности, автономии, классности по кредитоспособности, задолженности по ссудам и т.п.). Анкеты должны периодически обновляться.

ГЛАВА 36. КОММЕРЧЕСКИЕ БАНКИ КАК ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ИНСТИТУТЫ

Как уже отмечалось, банки могут выполнять функции инвестиционных институтов. В различных странах коммерческие банки делают это с разрешения органа, осуществляющего общий контроль за рынком ценных бумаг, либо в рамках общей лицензии на банковскую деятельность, полученной от главного банка страны. В Узбекистане отсутствует законодательно зафиксированное разграничение банков на коммерческие и инвестиционные, поэтому коммерческие банки свободно выполняют функции, которые присущи инвестиционным институтам.

Банки могут осуществлять операции с ценными бумагами на основании общей лицензии, выдаваемой Центральным банком. В перечне выполняемых банками операций, указанном в лицензии, должна быть специально оговорена деятельность с ценными бумагами. В заявлении на проведение деятельности с ценными бумагами банки должны указывать следующую информацию:

а) подробное описание планируемой деятельности с ценными бумагами, политики и процедур, которые банк собирается использовать при осуществлении этой деятельности;

б) предполагаемый размер прибыли (в процентном отношении), которую банк предполагает получить от этой деятельности;

в) виды и требования к внутреннему контролю за такой деятельностью;

г) полномочия по принятию решений и ограничений на сделки для лиц, которые будут осуществлять операции с ценными бумагами;

д) квалификационные требования для лиц, которые будут осуществлять сделки с ценными бумагами;

е) руководство по внутрибанковскому учету и отчетности;

ж) требования к информационной системе по мониторингу операций с ценными бумагами.

В одних случаях коммерческие банки республики имеют в своей структуре так называемые фондовые отделы или управления по ценным бумагам, которые и осуществляют всевозможные операции с фондовыми ценностями, начиная от организации эмиссии собственных ценных бумаг банка и заканчивая практически всем комплексом операций, присущих инвестиционным институтам. При этом фондовые отделы могут сочетать как непосредственно банковские

операции с ценными бумагами (например, учет векселей), так и операции, характерные для инвестиционных институтов.

В других случаях коммерческие банки создают инвестиционные институты, которые действуют внешне как самостоятельные юридические лица, но практически полностью контролируются и управляются учредившими их банками. С одной стороны, для банка это удобно, поскольку такой инвестиционный институт имеет самостоятельный расчетный счет, свою печать и сам несет ответственность за все совершенные им операции. С другой стороны денежные средства, "заработанные" таким инвестиционным институтом, могут перейти в банк с большими потерями, поскольку в этом случае дважды будут обложены налогом.

✓ **Посреднические операции банков на рынке ценных бумаг**

Эта функция закрепилась за банками очень давно и сохранилась до настоящего времени. В период становления фондового рынка Узбекистана (1991-1994 г.г.) многие коммерческие банки уделяли большее внимание именно этой функции. Банки имели брокерские конторы, осуществляющие дилерские и брокерские (за счет и по поручению клиента) операции на фондовой бирже и внебиржевом рынке акций, получая за это комиссионные. Торговля корпоративными ценными бумагами для коммерческих банков связана с большим риском, чем простое предоставление кредита. Поэтому многие коммерческие банки Узбекистана, особенно в 1993-1995 г.г., очень осторожно вели себя на рынке корпоративных ценных бумаг. Но уже к началу 2000 г. банки Узбекистана на этом рынке чувствовали себя увереннее. Начиная с марта 1996 г. кредитные учреждения начали осуществлять дилерские и брокерские операции с государственными краткосрочными облигациями. Причем на рынке посреднических услуг банки в целом оказались в наиболее выгодном положении, поскольку и до настоящего времени на рынок ГКО доступ открыт только коммерческим банкам. Эта функция банков на рынке ценных бумаг и в настоящее время является преобладающей. В составе посреднических операций банков особо можно выделить функцию регистрации сделок с ценными бумагами за комиссионные. Сделка регистрируется в едином учетном регистре, и участники сделки - клиенты банка (покупатель и продавец ценных бумаг) - получают договор с отметкой о регистрации. Информацию обо всех зарегистрированных сделках банки периодически представляют в орган, осуществляющий регулирование рынка ценных бумаг.

Если банк осуществляет брокерские операции, то он должен открывать счета для каждого клиента и вести записи по всем совер-

шаемым операциям с ценными бумагами клиента с указанием видов ценных бумаг, дат операций, цен и количества проданных и купленных ценных бумаг.

Во многих случаях деятельность банков на фондовом рынке можно сравнить с деятельностью инвестиционной компании. Банки выпускают акции, облигации, депозитные и сберегательные сертификаты, привлекая таким образом средства, создавая ресурсы, и далее используют эти ресурсы, инвестируя их в корпоративные и государственные ценные бумаги, а также осуществляя прямые инвестиции. В Узбекистане коммерческим банкам не запрещено заниматься андеррайтингом. Таким образом, коммерческие банки могут успешно выполнять функции инвестиционных компаний.

В западных странах банки активно работают в части первичного распространения ценных бумаг, как посредники в организации выпуска и первичном размещении ценных бумаг. Широкое распространение получила функция банков по частному размещению ценных бумаг (без объявления в печати и без участия широких слоев подписчиков). В Российской Федерации, например, в связи с отсутствием инвестиционных банков коммерческие банки осуществляют для эмитентов разработку документации и условий выпуска ценных бумаг, сопровождение регистрации выпуска в органе, регулирующем фондовый рынок, занимаются поиском инвесторов, осуществляют первичное распространение, составление отчетности об итогах выпуска, гарантируют приобретение ценных бумаг и т.п.

✓ **Инвестиционное и финансовое консультирование**

Имея значительное число клиентов, банки не только осуществляют их кредитно-расчетное обслуживание, но и оказывают им целый комплекс услуг в области инвестиционного консалтинга, связанного с подбором клиентам иностранного инвестора, подбором инвесторам объектов инвестирования. При этом банки разрабатывают технико-экономическое обоснование инвестиционных проектов, включающее оценку потенциальной эффективности проекта, составляют инвестиционные программы, осуществляют подготовку проектной документации в соответствии с международными стандартами, осуществляют маркетинговые исследования в рамках реализуемых проектов. Важными банковскими услугами в этой части являются формирование оптимальных эмиссионных портфелей, разработка программ привлечения инвестиций, выбор инструментов, с помощью которых клиент может привлечь необходимые ему денежные средства, разработка бизнес-планов под эмиссию ценных бумаг, прогнозирование доходности по различным видам финансовых инструментов и т.д. В Узбекистане банки оказывают своим клиентам

немало устных консультаций технического характера на безвозмездной основе.

✓ **Депозитарное обслуживание**

Эта функция имеет место в практике зарубежных банков. Подобно депозитарию, коммерческий банк хранит ценные бумаги клиента, учитывает права на них, осуществляет учет их движения. Для хранения ценных бумаг банки открывают клиентам счета "депо" и в соответствии с договором на депозитарное обслуживание проводят по ним все разрешенные законодательством операции. Банки могут осуществлять функции депозитария для различных видов предприятий, в том числе и для инвестиционных фондов. В Узбекистане в соответствии с законодательством депозитарная деятельность может осуществляться исключительно специализированными инвестиционными институтами - депозитариями. Банки эту функцию выполнять не вправе.

В ряде стран банки осуществляют функции *управляющих компаний*. Эти функции банки выполняют в соответствии с договором, заключаемым с клиентом. При этом банк осуществляет формирование и управление портфелем ценных бумаг клиента и всеми его инвестициями. В этом качестве банки могут обслуживать и инвестиционные фонды.

Трастовые услуги. Это наиболее распространенная сфера деятельности банков. В составе коммерческих банков для выполнения этих операций создаются специальные траст-отделы. Они выполняют трастовые операции для частных владельцев, а также для фирм и акционерных обществ. К их числу относятся: распоряжение активами (имуществом), управление делами акционерных обществ, агентские услуги.

Распоряжение активами. Наиболее распространенными в этой группе операций являются услуги по управлению пенсионными, взаимными и другими целевыми фондами. В данном случае работа траст-отдела сводится к аккумуляции средств для перечисления в тот или иной целевой фонд и выплате денег в соответствии с договором о трасте получателям. Для частных лиц траст-отдел может выполнять услуги как доверенное лицо по завещанию (в качестве исполнителя завещания). В ряде случаев траст-отдел может являться держателем ценных бумаг, обеспечивающих выпущенные фирмой облигации.

Управление делами компании или имуществом частного лица. Такое управление может носить временный характер, когда предприятие в период реорганизации, слияния, санации испытывает серьезные организационные, финансовые трудности или терпит банкротство. Траст-отдел при этом в качестве доверенного лица осуществляет

выплату долгов кредиторам, недоплаченных налогов бюджету, оформляет ликвидационные документы, осуществляет представительские функции и т.п. Управление имуществом частного лица осуществляется на основе трастового соглашения либо по распоряжению суда, как правило, в пользу *бенефициара*, которым может быть сам доверитель либо третье лицо (например, не достигшее дееспособности). В данном случае банк, действуя от своего имени, управляет различными видами имущества, обеспечивает эффективные вложения средств, распоряжается доходами от таких вложений и основной суммой трастового соглашения.

Агентские услуги. В данном случае банк действует от имени и по поручению своего клиента, называемого *принципалом* на основании договора, заключенного на определенный срок. Банк в данном случае не получает права распоряжаться собственностью; право на собственность здесь остается у принципала. Агентские услуги сводятся к хранению ценностей в сейфах, причем банк в данном случае получает, хранит и выдает их по поручению клиента или же предоставляет в аренду сейфы, где клиент сам хранит свои ценности, в том числе и ценные бумаги. Выполняя агентские услуги, банк осуществляет хранение активов клиента: действуя по его инструкции, он выполняет операции по получению дивидендов по акциям, процентов по облигациям, погашению последних, обмену ценных бумаг и т.п. Наконец, в рамках агентских услуг осуществляется управление активами принципала, при котором банк осуществляет инвестирование по поручению клиента, заключает договора от имени последнего, передает ценные бумаги, получает ссуды, выписывает и подписывает чеки, индоссирует векселя, анализирует состояние портфеля ценных бумаг, наблюдает за курсами ценных бумаг, находящихся в портфеле клиента, осуществляет куплю-продажу ценных бумаг, оформляет их страховку и т.д.

Ведению трастовых операций в странах с развитой рыночной экономикой придается очень большое значение. В США, например, в 1939 г. был принят специальный Закон о договорных трастах, который предоставил Комиссии по ценным бумагам и фондовым биржам широкие полномочия в области регулирования трастовых взаимоотношений.

Ведение реестра акционеров. Обычно к этой услуге прибегают акционерные общества из числа клиентов банка, где имеется значительное количество акционеров. Ведя реестр акционеров, банк получает информацию о составе участников акционерного общества, расстановке сил в нем, движении акций и т.п. В Российской Федерации услугами банков по ведению реестров акционеров пользуют-

ся в основном акционерные общества, созданные в результате приватизации. При этом банки формируют непосредственно реестр, фиксируют изменения в нем, выдают выписки из реестров, выдают различные отчеты о составе акционеров и списки по начисленным дивидендам.

По законодательству Узбекистана банки могут выступать также *номинальными держателями ценных бумаг.* Эту функцию они выполняют при осуществлении брокерских операций за счет и по поручению клиентов, при которых ценные бумаги, не принадлежащие банкам, временно блокируются на их счетах до передачи контрагентам по сделке.

В настоящее время наблюдается усиливающаяся конкуренция между банками, осуществляющими операции с ценными бумагами и небанковскими инвестиционными институтами. При этом банки по своим правам, финансовой базе, диверсификации активов, кадровому составу и материальному обеспечению имеют огромное преимущество перед небанковскими инвестиционными институтами.

ГЛАВА 37. ВЕКСЕЛЬНЫЕ ОПЕРАЦИИ КОММЕРЧЕСКИХ БАНКОВ

В этой главе мы рассмотрим операции с ценными бумагами, которые традиционно присущи банкам, но которые нельзя назвать эмиссионными или инвестиционными, пассивными (связанными с формированием своих ресурсов) или активными (связанными с размещением средств в ссуды и инвестированием), но одновременно нельзя отнести и к разряду тех, которые банки осуществляют в качестве инвестиционных институтов. Операции, о которых пойдет речь, банки выполняют с ценными бумагами, однако для их осуществления по закону не требуется специального разрешения органа, осуществляющего контроль за рынком ценных бумаг, и поэтому коммерческие банки выполняют их в рамках общей лицензии на банковскую деятельность, выданной Центральным банком. Однако, поскольку в деятельности коммерческих банков подобные операции широко распространены, и банки имеют от таких операций значительные доходы, целесообразно выделить их в отдельную - специальную группу - вексельных.

Вексельные операции - наиболее распространенный вид банковских операций. К ним относятся: учет векселей, переучет векселей, ссуда под векселя, инкассирование векселей, домициляция векселей, авалирование векселей, акцепт векселей, форфейтинговые операции с векселями.

Учет векселей. Учет векселей - это передача (продажа) векселя векселедержателем банку по индоссаменту до наступления срока платежа и получение за это вексельной суммы, за вычетом определенного процента, называемого учетным процентом или дисконтом.

При поступлении таких векселей банку последний изучает возможность учета векселей, и в случае положительного решения вносит в индоссамент свои реквизиты с одновременной отметкой "Учтен". Ставка учетного процента устанавливается самим банком.

Естественно, право требования по векселю переходит в этом случае банку. Если вексель не оплачивается в срок, он передается нотариусу для оформления протеста, после чего банк требует погашения векселя от векселедателя. В случае непогашения банк обращается в суд о принудительном взыскании долга.

Представленные к учету векселя проверяются банком на предмет их юридической и экономической надежности. Юридическая надежность векселя определяется правильным заполнением всех обязательных реквизитов, полномочиями лиц, подписавших векселя, и подлинностью самих подписей. Экономическая надежность векселя означает подтверждение уверенности в его оплате. Банк изучает кредитоспособность не только клиента, но и всех индоссаментов (лиц, оставляющих подписи на векселе, солидарно ответственных по нему). При этом банк использует всевозможные способы получения информации - от материалов опубликованных в прессе, аналитических и статистических бюро до независимых аудиторских отчетов. К учету принимаются векселя, основанные на товарных и коммерческих сделках. Бронзовые и дружеские, а также выданные лицами, допускавшими их до протеста, к учету не принимаются. Предпочтение также отдается векселям известных своей надежностью компаний или акцептованных другими банками.

Для того, чтобы получить денежные средства по учтенным векселям в срок, каждый банк ведет картотеку по срокам наступления платежей в разрезе векселедателей и векселепредъявителей. На каждое число в банке составляются специальные ведомости, в которых заполняются данные по всем векселям, сроки платежей по которым приходятся на данное число, с указанием порядкового номера векселя по банковской книге регистрации, наименования векселедателей, предъявителей и валюты векселя. После поступления платежа по векселю в ведомости делается соответствующая отметка, а сам вексель возвращается плательщику. В случае досрочного поступления платежа плательщику возвращается процент за время, оставшееся до наступления срока платежа, рассчитанный на основе ставки банка по текущим счетам. Если платеж поступает позже ука-

занного в векселе срока банк взыскивает с плательщика пени за просрочку и расходы по протесту, если он уже сделан. После этого вексель передается банком плательщику.

Переучет векселей. Коммерческий банк, учитывая вексель клиента, сам может переучесть его в другом банке. Чаще всего коммерческие банки переучитывают векселя в центральном банке страны. Для центрального банка операция переучета - дополнительная возможность регулирования денежной массы в обращении. Центральный банк может переучитывать векселя, владельцами которых являются коммерческие банки. Им заранее определяется перечень банков, от которых можно принимать к переучету векселя, а также устанавливается учетный процент для совершения переучетных операций. Векселя, предлагаемые к учету в центральном банке, в обязательном порядке должны быть акцептованы банком плательщика по векселю. При этом у центрального банка возникают все права, вытекающие из владения векселями.

В случае неоплаты в срок переучтенного векселя центральный банк может возвратить его предъявителю для осуществления нисходящего протеста. При этом центральный банк наряду с учетной (дисконтной) суммой удерживает сумму расходов по протесту. Одновременно на сумму номинала за минусом учетной (дисконтной) суммы и суммы расходов по протесту центральный банк производит списание средств с корреспондентского счета плательщика.

Ссуды под векселя. Банки могут осуществлять кредитование предприятий и организаций, выдавая им ссуды, принимая в качестве обеспечения векселя. Такие ссуды оформляются без установления срока или до наступления срока погашения векселей, принимаемых в обеспечение задолженности. Векселя принимаются в обеспечение выдаваемого кредита не на полную их стоимость, а только на 60-90% в зависимости от размера, установленного конкретным банком, кредитоспособности, а также качества представляемых в залог векселей. Погашение кредита, обеспечением которого являются векселя, производится самим кредитующимся предприятием, после чего ему возвращаются из обеспечения векселя. По такому кредиту заемщик платит проценты в общеустановленном банком порядке.

Ссуды по специальному ссудному счету под векселя. Если ссуды под залог векселей носят постоянный характер, предприятию открывается спецссудный счет. При выдаче ссуды спецссудный счет дебетуется, а при погашении кредитуется. Погашение ссуды может производиться как самим заемщиком, так и третьим лицом, после чего векселя возвращаются заемщику на сумму, соответствующую вне-

сенной в погашение долга. В случае непоступления средств в погашение задолженности от клиента на ее погашение направляются суммы, поступающие в оплату векселей. Спецссудный счет - счет до востребования. Бессрочность ссуды предоставляет возможность банку в любой момент потребовать от клиента погашения кредита или предоставления дополнительного обеспечения. Это условие закрепляется в кредитном договоре, заключаемом между банком и заемщиком. В договоре также могут быть предусмотрены размер кредита, максимальное соотношение между обеспечением и задолженностью по счету, размер процентов по кредиту и комиссии в пользу банка. Как правило, банк имеет право повышать по своему усмотрению комиссию (но с предварительным уведомлением заемщика), разрешить клиенту замену одних векселей до истечения их срока на другие, закрыть спецссудный счет с одновременным требованием погашения задолженности либо предоставления дополнительного обеспечения по ссуде, обращать в погашение долга денежные средства поступающие в оплату векселей, являющихся обеспечением счета, погашать задолженность клиента из средств клиента, находящихся на других счетах в банке (например, на расчетном счете).

Кредит выдается банком в пределах установленного каждому клиенту лимита кредитования. Перед проведением платежных операций по спецссудному счету клиента банк производит расчет свободного остатка задолженности с учетом принятого в кредитном договоре соотношения между задолженностью и обеспечением.

Кредит погашается путем перечисления средств по поручению клиента с его расчетного счета либо путем направления денег, поступающих по векселям, предоставленным в залог непосредственно в кредит спецссудного счета. При образовании на спецссудном счете кредитового сальдо банк может начислять на него проценты по ставке, установленной за хранение средств на расчетных счетах.

Ссуды под векселя, выдаваемые со спецссудного счета, открываются организациям, имеющим хорошую репутацию и устойчивое финансово-хозяйственное положение и преимущественно в периоды общей благоприятной финансовой обстановки в стране (периоды оживления, подъема).

Разовые ссуды под векселя. Когда отношения банка с клиентом носят несистематический, эпизодический характер, применяются разовые ссуды под залог векселей. Они предоставляются с простых ссудных счетов. Залогом в данном случае служит отдельный вексель, который, как и в предыдущем случае, тщательно исследуется банком на предмет правильности юридического оформления и экономической надежности. Срок кредита ограничивается сроком наступ-

ления платежа по данному векселю.

Авалирование векселей. Как уже упоминалось, ***аваль - это вексельное поручительство, с помощью которого гарантируется платеж по векселю полностью или части вексельной суммы.*** Такая гарантия дается третьим лицом либо одним из лиц, подписавших вексель. Чаще всего векселя авалируют банки. За выдачу вексельного поручительства банки берут плату в виде надписательного процента. Произведя аваль, банк отвечает по векселю так же, как и лицо, за которое дано поручительство, если даже вексель, выписанный данным лицом, и который банк авалировал, недействителен. Аваль производится в виде надписи на самом векселе или аллонже -"считать за аваль". Векселя, по которым даны вексельные поручительства банков, считаются наиболее надежными. В Узбекистане в соответствии с Указом Президента от 19 марта 1997 г. векселя должны быть авалированы банками, в которых обслуживаются хозяйствующие субъекты, выписывающие векселя. В случае несостоятельности клиента, выписавшего вексель, авалированный банком, у последнего могут появиться обязательства в денежной форме, связанные с использованием его ресурсов, поэтому банк должен учитывать суммы всех авалированных им векселей на отдельном внебалансовом счете 9925 "Гарантии и поручительства, выданные банком" и принимать их в расчет при исчислении нормативов, установленных для коммерческих банков Центральным банком Республики Узбекистан.

*Акцепт переводных векселей. **Акцепт переводного векселя - это подтверждение плательщиком согласия на оплату по этому векселю.*** Переводные векселя, акцептованные банками, обычно применяются во внешнеторговых операциях. Акцепт банком переводных векселей, по существу, является одной из форм кредитования внешней торговли. Рассмотрим пример такого кредитования.

Компания-импортер обращается в обслуживающий ее банк с заявлением об открытии аккредитива в пользу организации-экспортера, находящейся в другой стране, в котором оговариваются условия отгрузки и подтверждается право экспортера выставлять переводные векселя на банк импортера. При этом банк импортера берет на себя обязательство акцептовать переводные векселя, то есть гарантировать их оплату по истечении срока на условиях платности (как правило, банк берет с импортера комиссию в размере 0,5 % от суммы сделки). Получив извещение об открытии аккредитива, экспортер отгружает товар импортеру, оформляет переводной вексель и сдает его вместе с отгрузочными документами в свой банк. Последний пересылает все это в банк импортера для акцепта. Банк импортера акцептует переводной вексель, принимая тем самым на себя

обязательство оплатить его в установленный срок, после чего перечисляет сумму векселя в банк экспортера, где последний зачисляет ее на счет экспортера. Акцептованный вексель банк импортера может хранить у себя либо продает его на денежном рынке со скидкой (дисконтом). По истечении срока векселя (который обычно составляет от одного до шести месяцев) импортер перечисляет банку его полную стоимость. Если же вексель был продан банком, банк за счет вырученных средств рассчитывается с последним держателем векселя, предъявившим его к оплате. Акцептованные банком векселя считаются надежным финансовым инструментом, так как имеют двойную гарантию - импортера, который должен оплатить вексель по истечении срока, и банка, акцептовавшего его.

Особенно развит рынок банковских акцептов в США, где торговлю указанными финансовыми инструментами ведут несколько десятков фирм, покупая векселя у банков-акцептантов и продавая их конечным инвесторам. Акцепты продаются партиями от 25 тыс. до 5 млн. долл. Существуют и вторичные рынки акцептов, где дилеры объявляют котировки покупки и продажи с разрывом в 10-20 процентных пунктов (0,1-0,2 %). Ввиду того, что качество акцептов и их цена зависят от финансового состояния банка-эмитента, рынок банковских акцептов имеет несколько ярусов. По акцептам 10 крупнейших банков 1-го яруса с безукоризненной репутацией уплачивается самый низкий процент. По акцептам 50 банков второго яруса, в составе которых и иностранные, уплачивается на 1/8 - 1/2 выше чем по акцептам первого яруса. В странах постсоветского пространства, в том числе и в Узбекистане, операции по банковскому акцепту переводных векселей пока отсутствуют или встречаются крайне редко и носят случайный характер.

Форфейтинговые операции. ***Форфейтинг - это операции по приобретению права требования по поставке товаров и оказанию услуг, принятие риска исполнения этого требования и его инкассирования.*** Форфейтинг обычно применяется при кредитовании внешнеторговых операций в форме покупки у экспортера коммерческих векселей, акцептованных импортером, без оборота на продавца. Отличие форфейтинга от учета векселей состоит в том, что покупатель-форфейтор отказывается от регресса к продавцу. При этом все риски несут форфейторы. Учетные ставки банков по форфейтинговым операциям выше, чем по другим формам кредитования.

Вексель передается форфейтору путем индоссамента с оговоркой "без оборота на продавца". При наступлении срока платежа вексель предъявляется должнику от имени форфейтора. В результате форфетинговых операций поставщики-экспортеры получают возмещение

стоимости отгруженных товаров (за минусом учетной ставки), не дожидаясь наступления сроков платежа по выданным импортером векселям. Кроме того, они освобождаются от необходимости отслеживать сроки неплатежей и принимать меры по взысканию платежей по ним. Общая стоимость форфейтинговой операции складывается из стоимости банковского кредита на срок до наступления срока платежа по векселю, маржи (в которой учитывается риск данной операции) и комиссии за оформление.

Покупка векселей оформляется стандартным договором, в котором содержится точное описание сделки, лежащей в его основе, а также указаний относительно гарантий, издержек, сроков и т.п. Форфейтором приобретаются обычно векселя, выписанные на длительные сроки - от 6 месяцев до 5 лет и на значительные суммы. Форфейтинговые операции носят непостоянный характер. Это разовая операция, связанная с куплей-продажей каждого отдельного векселя.

Инкассирование векселей. По поручению векселедержателей банки могут выполнять ***операции по получению платежей по векселям в срок.*** При этом банки берут на себя ответственность за предъявление векселей в срок плательщику и осуществление причитающихся по ним платежей. Если платеж поступит, вексель возвращается должнику. При непоступлении платежа вексель возвращается кредитору, но с протестом в неплатеже. Таким образом, банк отвечает за последствия, возникшие вследствие несвоевременного протеста.

Приняв на инкассо векселя, банк обязан своевременно переслать их по месту платежа и поставить в известность плательщика повесткой о поступлении документов на инкассо. В случае непоступления платежа по векселям банк обязан предъявить их к протесту от имени доверителя.

В то время, как при учете векселей банк несет определенный риск, потерять известную сумму в случае невозврата кредита при инкассировании он принимает лишь поручение получить, при наступлении срока, причитающийся по векселю платеж и передать полученную сумму владельцу векселя. Осуществление инкассирования векселей через банк для клиентов является выгодным, поскольку избавляет его от необходимости самому заниматься предъявлением векселей. Банки взимают за инкассирование векселей комиссию в виде процентов от суммы платежа, компенсацию за почтовые расходы, а также расходы по опротестовыванию векселя (если таковые имелись). Векселя для протеста передаются нотариальной конторе на основании специальной описи, в которой отражены необходимые реквизиты векселя: наименование, адрес векселедержателей, срок платежа, валюта векселя, наименования всех индоссантов и их

адреса, а также наименование банка, от имени которого совершается протест. После получения векселей нотариус должен вызвать к себе плательщиков и предложить в течение определенного времени оплатить вексель. Если платеж в установленный срок производится, вексель возвращается векселедателю без протеста. Если же следует отказ в платеже, нотариусом оформляется акт протеста, на лицевой стороне векселя производится запись "опротестован", проставляются подпись нотариуса и печать нотариальной конторы, после чего уже опротестованный вексель заносится в книгу учета конторы. Нотариально оформленный акт о протесте в неплатеже и неоплаченный вексель, возвращаемые банком клиенту, служат основанием для взыскания платежа в судебном порядке. Следует отметить, что последний векселедержатель может предъявить претензии любому индоссанту.

При осуществлении данной операции банки, как правило, не берут на себя ответственность за утрату векселей на почте, несвоевременное получение их по чьей-либо вине, упущения, допущенные нотариусом при оформлении протеста. Функции банка сводятся лишь к точному исполнению поручений клиента. Именно поэтому риски банков при инкассировании векселей минимальны.

*Домициляция векселей. **Домициляция - это назначение плательщиком по векселю какого-либо третьего лица.*** В противоположность инкассированию векселей, где банки являются получателем сумм по векселю для клиента, при домициляции банки могут по поручению векселедателей или трассата производить платежи в установленный срок. Как домицилянт банк не несет практически никакого риска, поскольку оплачивает векселя только в том случае, если плательщик внес ему раньше вексельную сумму или если клиент имеет у него на своем счете достаточную сумму и уполномочивает банк списать с его счета сумму, необходимую для оплаты векселя. В противном случае банк отказывает в платеже, и вексель протестуется в обычном порядке против векселедателя. Поскольку эти операции не являются рисковыми для банков, последние выполняют их за небольшое вознаграждение.

ГЛАВА 38. ЦЕНТРАЛЬНЫЕ БАНКИ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ

Значительную роль на рынке ценных бумаг играют центральные банки. Следует помнить, что центральные банки - это прежде всего эмиссионные банки, которые осуществляют ряд функций, отличных от функций обычных кредитных учреждений. К основным *функ-*

циям современных *центральных банков* относятся:

1) выпуск кредитных денег (денежная эмиссия);

2) аккумуляция и хранение кассовых резервов других кредитных учреждений;

3) хранение официальных золотовалютных резервов страны;

4) предоставление кредитов коммерческим банкам;

5) выполнение кредитных и расчетных операций для правительства;

6) организация и осуществление расчетов, а также переводных операций;

7) денежно-кредитное регулирование экономики.

Как будет показано ниже, значительная часть этих функций в большей или меньшей степени увязана с ценными бумагами.

Эмиссионная функция центральных банков теснейшим образом связана с ценными бумагами. В условиях золотого стандарта банкноты центрального банка по закону должны были иметь двойное обеспечение - коммерческими векселями и золотом. Однако эмиссия кредитных денег в настоящее время осуществляется преимущественно под правительственные облигации. Непосредственная связь эмиссии банкнот с товарным обращением ослабла, а обязательное золотое обеспечение в большинстве стран отменено. Свидетельством падения роли золота как резервного средства является продажа в 1999 г. Центральным банком Англии половины его официального золотого запаса.

Как уже упоминалось, в некоторых странах (например, Швеция) *центральные банки являются органами, регулирующими рынок ценных бумаг* государства. В значительном количестве стран, в числе которых и наша республика, центральные банки выполняют хотя и не главенствующую, но весомую роль в таком регулировании, неся полную ответственность за состояние того или иного сегмента фондового рынка (например, рынка депозитных и сберегательных сертификатов) или разделяя ее с другими органами государственного управления фондовым рынком (государственные ценные бумаги, векселя). При этом центральные банки, подобно обычным регулятивным органам, выполняют законодательные функции (подготовка и в некоторых случаях утверждение инструкций, положений в этой области), осуществляют регистрацию эмиссий отдельных видов ценных бумаг (депозитных и сберегательных сертификатов, банковских векселей), лицензирование деятельности коммерческих банков на фондовом рынке, контроль за состоянием того или иного сегмента рынка ценных бумаг, входящего в зону ответственности центрального банка, а также применение штрафных санкций к

субъектам, нарушающим действующее законодательство в этой области. В Узбекистане именно Центральный банк решает вопрос о возможности выпуска в обращение депозитных и сберегательных сертификатов и векселей коммерческими банками, для чего последние представляют ему на рассмотрение соответствующий пакет документов.

Выступая в качестве вспомогательных регулятивных органов, центральные банки тесно взаимодействуют с органами государственного управления, несущими всю полноту ответственности за состояние фондового рынка страны. Такие отношения в этой сфере обычно оформляются специальными соглашениями, в которых разделяются области ответственности, сектора контроля и т.п.

Центральные банки могут выступать в качестве эмитентов ценных бумаг. В Узбекистане, например, Центральному банку разрешено выпускать в обращение депозитные и сберегательные сертификаты, а также векселя.[1] Центральный банк Узбекистана сам разрабатывает и утверждает положения и инструкции, регламентирующие такие выпуски.

Центральные банки могут выступать и в роли инвесторов. Как правило, центральные банки приобретают ценные бумаги не для получения доходов по ним, а в целях денежно-кредитного регулирования экономики. Например, Центральный банк Узбекистана имеет право приобретать государственные краткосрочные облигации.

Следует также отметить, что во многих случаях центральные банки, будучи ответственными за состояние денежного обращения государства, являются *организаторами торгов государственными ценными бумагами.* Они не только изначально организуют аукционы и вторичную торговлю, но и выполняют ряд очень важных технических операций по обслуживанию внутреннего и внешнего государственного долга, обеспечивая хранение и учет прав на государственные ценные бумаги, осуществляя погашение и выплату доходов по ним по поручению казначейства (Министерства финансов), выполняя другие его поручения, а также взаимодействуя с дилерами.[2]

Будучи "банками банков", центральные банки регулируют деятельность коммерческих банков и, в частности связанную с выдачей ссуд на приобретение ценных бумаг. В США, например, именно Федеральная Резервная Система устанавливает лимит заемных средств, которые могут быть использованы покупателями ценных

[1]Прецедентов выпуска Центральным банком Узбекистана указанных видов ценных бумаг до последнего времени не было

[2]Практически во всех странах постсоветского пространства первичная и вторичная торговля государственными ценными бумагами организована на валютных биржах, функционирующих при центральных банках

бумаг при осуществлении сделок. Кроме того, центральные банки устанавливают правила осуществления денежных (наличных и безналичных) расчетов в народном хозяйстве страны, осуществляемых банковской системой, которые также оказывают серьезное воздействие на состояние фондового рынка.

Центральные банки, будучи "банкирами правительства" разрабатывают подзаконные акты, содержащие механизмы конвертации валюты при репатриации иностранных инвестиций через покупку ценных бумаг, осуществляют залоговые операции при выпуске иностранных займов, обеспечивают контроль за правильностью международных расчетов при фондовых сделках с иностранными контрагентами.

Пожалуй, одной из самых важных функций центральных банков, связанных с операциями с ценными бумагами, является *денежно-кредитное регулирование экономики*. Наибольшее распространение в этой связи получила *переучетная политика*, которая является классическим методом кредитного регулирования. Под переучетной политикой понимают условия, по которым центральный банк покупает векселя. Если при учете векселей коммерческий банк не в состоянии профинансировать вексель самостоятельно или если ему самому понадобились деньги, он может предложить первоклассные векселя центральному банку, который учтет их, если не сомневается в их надежности. Однако центральный банк заплатит коммерческому банку не всю сумму, указанную на векселе, а уменьшенную на величину учетной ставки. Учетная ставка - это сумма процента за время с момента выставления векселя центральному банку до срока его погашения. Иными словами, учетная ставка представляет собой процентную ставку у центрального банка для покупки векселей. Когда центральный банк снижает переучетную ставку, он облегчает тем самым для коммерческих банков пополнение резервных счетов и таким образом поощряет кредитную экспансию. Снижая или поднимая учетную ставку, центральный банк пытается влиять на массу денег в обращении. Сумма процента, который удерживается коммерческим банком, выше на 0,5-1,5 %, чем существующая в данный момент учетная ставка центрального банка. Именно за счет этой разницы покрываются издержки и обеспечивается прибыль коммерческого банка. Однако в случае переучета или редисконтирования учтенного векселя в центральном банке прибыль коммерческого банка будет намного меньше, чем при простом его учете.

Переучетная политика пользовалась наибольшей популярностью в конце XIX - начале XX в.в., затем ее масштабы существенно сократились. В условиях господства финансового капитала и крупных

банков на рынке ссудных капиталов процентные ставки устанавливаются не в результате стихийной борьбы рыночных сил, а на основе монополистического сговора. Это ограничивает эффективность переучетной политики, которая имеет целью воздействовать на уровень нормы процента. В 30-40-х годах центральные банки проводили рекомендованную Дж. Кейнсом политику "дешевых денег", то есть низких процентных ставок и обильного кредита. В Англии с 1932 по 1951 гг. переучетная ставка сохранялась на уровне 2%, в США - с 1937 по 1948 гг. - 1% .[1] В 50-х годах XX столетия во многих странах вновь возродилась активная переучетная политика. Но в целом значение этого метода регулирования по сравнению с другими снизилось.

Важность переучетного механизма в эпоху домонополистического капитализма определялась относительной свободой передвижения капиталов между странами: повышение переучетной ставки помогало привлечь в страну иностранные капиталы и ликвидировать дефицит платежного баланса; снижение ставки способствовало отливу капиталов из страны. Переход к системе регулирования движения капиталов и кредитов нарушил этот механизм и ослабил эффективность переучетной политики.

Вышеупомянутый метод был связан с превращением центрального банка в кредитора коммерческих банков. Коммерческие банки не только переучитывают в центральном банке свои векселя, но и получают у него кредиты под собственные долговые обязательства (так называемые ломбардные операции центрального банка). Центральные банки выдают краткосрочные ссуды коммерческим банкам только под те ценные бумаги, которые отмечены в специальном ломбардном каталоге. Законодательствами многих стран установлены пределы таких ссуд. Под ценные бумаги ссужается 9/10, а под другие виды обеспечения - до 3/4 их номинальной или курсовой стоимости. Как правило, ломбардная ставка центрального банка на 1 - 2% выше учетной. Это объясняется тем, что с позиции коммерческого банка ломбардный кредит в отличие от учета векселей у центрального банка рассматривается как задолженность, и поэтому к нему прибегают после того, как использованы все возможности учета векселей. Повышая ставку по кредитам, центральный банк побуждает другие банки сокращать заимствования. Это затрудняет пополнение резервных счетов, ведет к росту процентных ставок и, в конечном итоге, к сокращению кредитных операций в стране.

✓ Операции на открытом рынке

Операции на открытом рынке - это купля-продажа ценных бумаг центральным банком с целью оказания влияния на денежный рынок. Они зародились и были использованы для устранения излишних средств на рынке ссудного капитала в 30-х гг. XIX века в Англии. Политика открытого рынка центрального банка состоит в том, чтобы, регулируя спрос и предложение на ценные бумаги, вызвать соот-

[1] Красавина Л.Н. Денежное обращение и кредит капиталистических стран. - М.: Финансы, 1977. - С. 79.

ветствующую реакцию у коммерческих банков. Содержание операций на открытом рынке заключается в покупке и продаже центральным банком государственных ценных бумаг, банковских акцептов и других кредитных обязательств по рыночному или заранее объявленному курсу. В случае покупки центральный банк переводит соответствующие суммы коммерческим банкам, увеличивая тем самым остатки на их резервных счетах. У коммерческих банков становится больше свободных денежных средств, и они используют их для предоставления в ссуды. В этом случае проценты по кредитам понижаются. Увеличение объема выданных ссуд приводит и к увеличению объема денежной массы, что соответствующим образом сказывается на состоянии денежного обращения. Продажу ценных бумаг центральный банк осуществляет при проведении им рестрикционной денежной политики (то есть когда он стремится сократить количество денег в обращении). Чтобы коммерческие банки приобретали ценные бумаги, центральный банк должен предложить по этим ценным бумагам выгодные для коммерческих банков проценты (или значительную маржу по беспроцентным ценным бумагам). Если центральный банк продает ценные бумаги коммерческим банкам, то у последних остается меньше денежных средств для предоставления кредитов предприятиям и населению. Соответственно, денежная масса в стране сокращается, благотворно влияя на состояние денежного обращения.

Таким образом, указанные операции отражаются на состоянии резервной позиции банковской системы и используются как метод ее регулирования. Колоссальное увеличение рынка государственных облигаций и переход к активной покупке их центральными банками в 40-х годах XX века создали предпосылки для превращения операций на открытом рынке в главный метод денежно-кредитной политики. Эти операции широко применяются в США, Англии, Канаде, ФРГ, Голландии. Внедрение их в других странах тормозится в основном из-за отсутствия там достаточно широкого и активного рынка государственных облигаций.

В период высокой конъюнктуры центральный банк предлагает коммерческим банкам купить ценные бумаги, чтобы сократить им кредитные возможности по отношению к предприятиям, организациям и населению. В период кризиса центральный банк создает возможности рефинансирования для коммерческих банков и ставит их в такие условия, когда им выгодно продавать центральному банку свои ценные бумаги. Тем самым коммерческие банки получают от него деньги для предоставления кредитов экономике и населению.

ОСНОВНЫЕ ПОНЯТИЯ И ТЕРМИНЫ

коммерческий банк
центральный банк
закон Гласса-Стигола
финансовый капитал
банковский вексель
банковские инвестиции
метод "лестницы"
метод "штанги"
фондовый отдел банка
траст-отдел банка
трастовые услуги
распоряжение активами
управление делами компании
бенефициар
агентские услуги
принципал
учет векселей
переучет векселей
ссуды под векселя
ссуды по спецссудному счету
разовые ссуды под векселя
авалирование векселей
акцепт переводных векселей
форфейтинговые операции
форфейтор
инкассирование векселей
домициляция векселей
ломбардные операции
операции на открытом рынке
переучетная политика
переучетная ставка
функции центрального банка
лимит заемных средств
денежно-кредитная политика
скрытые резервы
модель фондового рынка

НОРМАТИВНЫЕ ДОКУМЕНТЫ

1. "О Центральном банке Республики Узбекистан". Закон Республики Узбекистан. Принят 21 декабря 1995 г.

2. "О банках и банковской деятельности". Закон Республики Узбекистан. Принят 25 апреля 1996 г.

3. "О мерах по совершенствованию деятельности акционерно-коммерческих банков." Указ Президента Республики Узбекистан от 2 октября 1998 г.

4."О мерах по дальнейшему реформированию банковской системы". Постановление Кабинета Министров Республики Узбекистан от 15 января 1999 г. за № 24.

5. "Положение о требованиях по ведению коммерческими банками операций с ценными бумагами". Утверждено Министерством юстиции Республики Узбекистан 19 декабря 1998 года за № 571.

6. "Положение о выпуске депозитных сертификатов Центрального банка Республики Узбекистан". Утверждено Министерством юстиции Республики Узбекистан 9 февраля 1999 года за № 624.

7. Порядок ведения бухгалтерского учета ценных бумаг в коммерческих банках. Зарегистрирован Министерством юстиции Республики Узбекистан 20 сентября 1996 г. за № 250.

8. Порядок оформления коммерческими банками вексельного поручительства (аваля). Зарегистрирован Министерством юстиции Республики Узбекистан 9 ноября 1998 года за № 521.

9. Временный порядок проведения Центральным банком Республики Уз-

бекистан операций на рынке государственных краткосрочных облигаций в г. Ташкенте, осуществления расчетов и учета по ним. Зарегистрирован Министерством юстиции Республики Узбекистан 28 февраля 1998 г.

10. Правила выпуска и обращения простого векселя банков. Зарегистрирован Министерством юстиции Республики Узбекистан 30 ноября 1998 года за № 554.

11. Рекомендации коммерческим банкам по операциям на рынке ценных бумаг. Утверждены Министерством юстиции Республики Узбекистан 26 апреля 1994 г.

ЛИТЕРАТУРА

1. Роде Э. Банки, биржи, валюты современного капитализма. - М.: Финансы и статистика, 1984-1988.

2. Бухвальд Б. Техника банковского дела. Справочная книга и руководство к изучению практики банковских и биржевых операций. - М.: Изд-во товарищества "Мир", 1914.

3. Долан Э., Кэмпбелл К. и др. Деньги, банковское дело и денежно-кредитная политика. - М.Л.: 1991.

4. Рид Э., Котлер Р. Коммерческие банки. - М.: Прогресс, 1983.

5. Рынок ценных бумаг и политика Центрального банка. // Деньги и кредит, 1992. - № 8.

6. Красавина Л.Н. Денежное обращение и кредит капиталистических стран. - М.: Финансы, 1977.

7. Проблемы управления рисками банковской системы Республики Узбекистан. // Экономическое обозрение, 1999. - № 2.

8. Обзор финансового рынка Узбекистана. Ежеквартальный информационный бюллетень Центра экономических исследований Центрального банка Республики Узбекистан и неправительственного Агентства "Консаудитинформ" (1996 - 2000 гг.).

РАЗДЕЛ VI. ФОНДОВАЯ БИРЖА

ГЛАВА 39. ФОНДОВАЯ БИРЖА КАК ВАЖНЕЙШИЙ ИНСТИТУТ РЫНОЧНОЙ ЭКОНОМИКИ

В классическом виде фондовая биржа - это организованный профессиональными участниками, постоянно действующий оптовый рынок лучших ценных бумаг, имеющий особые принципы торговли, процедуры допуска к торгам ценных бумаг и брокеров. Исторически фондовые биржи в известном смысле явились своеобразными локомотивами рынка ценных бумаг, и их роль в развитии экономических отношений во многом адекватна значению фондовых рынков, описанных нами в разделе II настоящей книги. В то же время фондовые биржи, несмотря на свою многофункциональность и самостоятельное значение в экономике, теперь уже являются элементами порожденных ими же систем фондовых рынков.

Главными специфическими особенностями классической фондовой биржи являются:

- допуск на биржу только лучших ценных бумаг, отвечающих определенным требованиям;
- допуск к биржевым торгам лиц, имеющих отношение к специальному институту членов фондовой биржи;
- наличие временного регламента торговли ценными бумагами и стандартизированных торговых процедур;
- централизация торговли в определенном месте;
- саморегулируемость биржи, то есть управление биржей осуществляется самими участниками биржевой торговли.

Фондовая биржа - особым образом организованный рынок ценных бумаг. Она имеет длительную историю развития. На протяжении более чем четырех столетий менялись как формы организации биржевой торговли ценными бумагами, так и роль самой биржи в экономической и политической жизни общества.

Предшественницами бирж были ярмарки, которые в ходе своего развития постоянно усовершенствовали механизмы торгов. В XV веке большую известность получили ярмарки Венеции, Генуи, Флоренции. Параллельно с ними начали развиваться и товарные биржи. В переходный период от феодализма к капитализму появилась настоятельная потребность в специальном инструменте, который бы связывал между собой хозяйственные отношения и мог служить регулятором предложения ссудного капитала и спроса на него. Такой инструмент - в форме биржи - сформировался в XVI в. с развитием торговли между Испанией и Голландией. Биржа сложилась как регу-

лярно действующий рынок по торговле определенными товарами, непосредственно не выносимыми на рынок, имеющими четкие качественные и количественные характеристики, подтверждаемые документами, и цены, официально устанавливаемые на основе спроса и предложения. На бирже осуществлялась торговля не просто товарами, а только такими, которые отвечали особым требованиям, а именно: товары должны были быть качественно однородными, могли быть количественно определены по числу, размеру или весу, могли быть заменены на любые другие товары из этой же партии. В 1531г. была создана товарная биржа Антверпена, в 1566г. - Лондона, в 1608г. - Амстердама. Рост товарных бирж привел к выделению из их числа особых бирж, где торговали только специфическим товаром - ценными бумагами. Первоначально они существовали в форме вспомогательных отделов товарных бирж. Но расширение операций по обмену валют, появление в обращении коммерческих векселей создали необходимые предпосылки к созданию специализированного института торговли ценными бумагами - фондовых бирж. Рождение первой фондовой биржи ученые-историки относят к 1592 году, когда в Антверпене был опубликован список цен на ценные бумаги, продававшиеся на бирже. В конце XVI - XVII вв. на биржах появился новый товар - государственные ценные бумаги, а с возникновением английской Ост-Индской и голландской Вест-Индской компаний на биржах появляются первые акции.

В 1792 году в Соединенных Штатах была создана Нью-Йоркская фондовая биржа - крупнейшая из всех бирж мира. Вслед за ней - ряд фондовых бирж Европы. Экономисты считают, что первый этап развития фондовых бирж продолжался 200 лет. Но уже тогда биржи играли значительную роль в экономике наиболее развитых стран. Биржевые операции, которые сами были результатом эволюции рынка, в свою очередь, способствовали расширению международной торговли, ускорению первоначального накопления капитала и, тем самым, переходу от феодального способа производства к развитому рыночному обществу.

Однако в первой половине XIX века фондовая биржа все же являлась второстепенным элементом в капиталистической системе хозяйствования. Основную массу ценных бумаг в этот период представляли государственные облигации. В европейских странах получили развитие акционерные банки. Строительство железных дорог только начиналось. Акционерная форма собственности делала лишь первые шаги. В промышленности преобладали индивидуальные и семейные предприятия. Положение менялось по мере роста крупной промышленности, появления класса индустриальных миллионеров, интен-

сивного развития торговли, транспорта и прежде всего - железных дорог. Накопления отдельного капиталиста не могли найти себе полного применения лишь в расширении его собственного предприятия. Это давало мощный толчок развитию акционерного капитала. В то же время, все чаще и чаще акции создававшихся компаний покупались не для вложения их в реальный капитал, а с целью быстрой перепродажи по повышенному курсу. Биржевая торговля неоднократно прерывалась паниками и кризисами, причины которых были самыми разными. Ценные бумаги, как правило, были связаны с реальным капиталом. Биржевые цены формировались прежде всего под воздействием спроса и предложения. Большое влияние на них оказывали общая экономическая обстановка, политические события, а также конкурентная борьба биржевых спекулянтов, начавших широко использовать печать и другие методы воздействия на психику людей, участвующих в торговле ценными бумагами. История изобилует многочисленными примерами фальсификации сведений о состоянии дел в акционерных обществах, причем жертвами последних были, как правило, мелкие акционеры. Регулирование биржевых операций было незначительным. Институты защиты прав небольших инвесторов практически отсутствовали. Поэтому фондовую биржу XIX века иногда называют "дикой" биржей.

С конца XIX и начала XX столетий происходит ускорение развития производства и оживление рынка. Особенно интенсивно начинают развиваться промышленность и торговля в период после первой мировой войны. Отражением этих процессов явилось резкое увеличение выпуска в обращение ценных бумаг и торговля ими. Увеличению биржевого оборота способствовал получивший широкое распространение кредит. В биржевую торговлю, в том числе с использованием кредита, были вовлечены десятки миллионов средних и мелких частных инвесторов. Обороты бирж в течение первых трех десятилетий, за исключением периода первой мировой войны, резко возросли. Именно в этот период фондовые биржи заняли свое место в одном ряду с важнейшими институтами рыночной экономики.

Октябрьский, в 1929 году, крах Нью-Йоркской фондовой биржи положил начало мировому экономическому кризису 1929-1933 г.г. Огромное количество людей, вложивших свои деньги в ценные бумаги, обанкротилось. Экономика США и ряда других богатейших стран мира была поставлена на грань катастрофы. Грандиозные потрясения того времени ознаменовали начало новой эры в развитии биржевого фондового рынка. Начиная с 30-х годов в США, а в последующем и в других странах был осуществлен ряд реформ, направленных на упорядочение рынка ценных бумаг и, в частности, дея-

тельности фондовой биржи. Был усилен государственный контроль за участниками биржевой деятельности и разработаны жесткие детальные процедуры проверок эмитентов, продававших свои акции на бирже. Цель подобных шагов - предохранение биржи от массовых спекуляций, защита прав и интересов инвесторов.

Большие изменения имели место в последние 50 лет XX столетия. В этот период изменились многие основные структурные параметры фондовой биржи - такие, как объекты и виды операций, технико-организационный уровень, география деятельности. Появился ряд новых крупных центров биржевой торговли в странах Юго-Восточной Азии. Набрала силу интернационализация биржевых систем различных стран, произошли сдвиги в соотношении сил между различными фондовыми биржами мира.

Отражая развитие реального капитала, фондовые биржи во многом способствуют его росту. Деятельность бирж стимулирует распространение ценных бумаг среди широких слоев инвесторов, что способствует улучшению материального положения значительной части общества. Биржи обеспечивают переливы капиталов из одних отраслей в другие, их концентрацию в наиболее перспективных отраслях. Кроме того, они помогают осуществить рыночное сопоставление разных предприятий, отраслей и сфер хозяйства.

Особую роль приобретают фондовые биржи в молодых независимых государствах, вступивших на путь рыночных преобразований. В этих странах биржи являются инструментом приватизации и разгосударствления экономики. Именно на биржевых площадках осуществляется первичная распродажа акций компаний, созданных на базе приватизированных предприятий. Биржевые брокеры несут на себе бремя операторов по акционированию, сопровождая предприятия на протяжении всего этого процесса. Биржевой рынок акций в этих странах, как правило, первичный, и служит, пожалуй, превалирующим определителем цен на акции приватизированных предприятий. Следует отметить, что в странах, только начинающих создавать свои фондовые биржи, обычно, в первое время продажа значительного числа акций носит случайный характер, то есть не наблюдается стабильно зафиксированного количества сделок по одной и той же ценной бумаге, например, на протяжении недели или месяца. Это связано с рядом факторов - таких, как отсутствие информированности, высокая стоимость одной транзакции, низкая ликвидность ценных бумаг, слабый экономический потенциал инвесторов. Именно на фондовых биржах в странах постсоветского пространства происходила главная борьба за перераспределение собственности. Биржи стали символами рыночных отношений, флагманами институтов

рынка ценных бумаг.

Следует отметить, что в переходный период фондовые биржи возникли раньше, чем органы, призванные регулировать рынок ценных бумаг. Именно возникновение фондовых бирж повлекло за собой интенсивную работу министерств финансов по созданию нормативной базы регулирующей рынок ценных бумаг.

Фондовые биржи представляют собой центральное звено рынка ценных бумаг, один из главных механизмов, посредством которого в рыночной экономике сводятся воедино предложение и спрос на капитал.

Фондовая биржа является одним из важнейших экономических инструментов мобилизации свободных денежных средств потенциальных поставщиков капитала и инвестирования его через куплю-продажу ценных бумаг. В любой цивилизованной стране она служит не только институтом, обеспечивающим регистрацию совершенных на рынке ценных бумаг сделок, фиксацию цен, перелив капитала из одной отрасли в другую, но и барометром состояния всей экономики. Фондовая биржа - это место, где через посредников находят друг друга продавец и покупатель ценных бумаг. Она является основным элементом рынка ценных бумаг, который часто так и называют - "фондовый рынок".

Биржа - это организованный рынок. Можно привести такое сравнение. Человеку, например, нужны овощи и фрукты. Можно купить их возле дома, что называется, на тротуаре, но, скорее всего, он отправится на рынок - во - первых, там значительно больше продавцов, а значит, шире возможность выбора. Во - вторых, при рынках есть специальные службы, которые проверяют качество товара. Так и на рынке ценных бумаг. Любой вправе купить или продать акции вне биржи, "на улице". Но на фондовой бирже это можно будет сделать и выгоднее, и безопаснее. Самое же главное - на бирже продаются лучшие ценные бумаги. Для проведения оценки качества ценной бумаги на бирже действует экспертная комиссия, которая, используя определенную методику, решает, может ли данная ценная бумага быть допущена к торгам. Во всем мире допуск на биржу свободен только для ценных бумаг тех структур, которые имеют устойчивое финансовое положение и хорошие перспективы развития. Выставление акций на продажу на фондовой бирже - это и свидетельство высокого имиджа компании, и лучшая реклама для нее.

Наконец, биржа играет важную роль как барометр состояния экономики страны. Из средней цены сделок здесь складывается курс ценных бумаг. Фиксируя отношение покупателей и продавцов к отдельным ценным бумагам, биржа показывает состояние финансового здоровья отдельных предприятий и всей экономики в целом. На основе биржевой информации строят свою хозяйственную и финансовую стратегию правительство, руководители предприятий,

население.

Особую организационную роль фондовая биржа должна сыграть в становлении и развитии рынка ценных бумаг Узбекистана. В странах, в которых рыночная экономика насчитывает сотни лет, фондовая биржа выросла из стихийного рынка ценных бумаг, став катализатором его организации и дальнейшего роста. В нашей республике рынок ценных бумаг создается по инициативе и при поддержке государства, на базе государственных предприятий создаются открытые акционерные общества, акции которых должны выйти в свободную продажу. По инициативе государства учреждены Республиканская фондовая биржа, другие важные элементы инфраструктуры рынка ценных бумаг.

В этих условиях фондовая биржа становится организующим началом рынка ценных бумаг. Она концентрирует еще недостаточно развитые спрос и предложение на ценные бумаги, что создает условия для эффективных операций с ними. Одновременно на данном этапе, фондовая биржа выполняет ряд специфических функций, не присущих бирже как таковой. Это и содействие юридическим лицам и гражданам в создании брокерских контор и других инвестиционных институтов, организация специального образования, помощь в получении лицензий, пропаганда рынка, популяризация ценных бумаг и т.п.

Деятельность биржи зависит от тех, кто продает и покупает ценные бумаги, от степени их активности и размеров имеющихся в их распоряжении капиталов.

ГЛАВА 40. СТАНОВЛЕНИЕ ФОНДОВОЙ БИРЖИ В УЗБЕКИСТАНЕ

Весной 1991 года решением правительства Узбекистана была создана первая в новейшей истории республики Узбекская республиканская товарно-сырьевая биржа "Тошкент", которая уже к лету того же года начала проводить торги в товарной секции. Переход к рыночным отношениям, предполагавшим отход от практики установления жестких государственных цен, начавшийся в тот период развал плановой экономики Советского Союза, при которой каждое предприятие имело жестко закрепленных поставщиков сырья и потребителей продукции, вызвали необходимость появления нового экономического инструмента, при котором хозяйствующие субъекты могли самостоятельно находить наиболее подходящих для себя поставщиков сырья и потребителей продукции. Последовавший вскоре распад СССР подтвердил целесообразность ускоренного созда-

ния самостоятельного внутреннего рынка, организованного по определенным, регулируемым государством правилам. Первоначально биржа была создана в форме общества с ограниченной ответственностью, участниками которого выступили ряд министерств, ведомств, крупных предприятий республики. Уставный фонд биржи составлял 10 млн. рублей. Однако бурный рост биржевой торговли в конце весны, начале лета 1991 года вызвали необходимость увеличения уставного капитала биржи, расширения состава ее участников. В августе того же года общество с ограниченной ответственностью "Узбекская товарно-сырьевая биржа" преобразуется в акционерное общество "Узбекская республиканская универсальная товарно-фондовая биржа "Тошкент" (сокращенно биржа "Тошкент") с открытием в ее составе первого официального института рынка ценных бумаг республики - Фондового отдела. На Фондовый отдел были возложены функции по созданию организованного рынка ценных бумаг (организация биржевой торговли фондовыми ценностями), реализации брокерских мест биржи, размещению акций биржи с целью формирования ее уставного капитала.

Уже в сентябре 1991 года на базе Национального университета бизнеса биржа "Тошкент" организовала специальный учебный курс "Акционирование. Операции с ценными бумагами", который должны были пройти все брокеры, желающие работать в фондовой секции торгового зала. Параллельно формировался контингент членов Фондового отдела. Стоимость брокерского места составляла 100 тыс. руб. В течение осени того же года шла напряженная работа по созданию пакета нормативных документов, которая завершилась к началу 1992 года. К тому времени Биржа "Тошкент" имела утвержденные положения о Фондовом отделе, о брокерском месте, о членах Фондового отдела, об Экспертной, Квалификационной, Котировальной и Конфликтной комиссиях и, самое главное, правила осуществления операций с ценными бумагами, разработанные с учетом уже имевшегося опыта фондовых бирж других республик, а также западно-европейских государств и США.

В январе 1992 года Фондовый отдел биржи "Тошкент" впервые в республике приступил к проведению регулярных торгов ценными бумагами. Уже в том же 1992 году оборот Фондового отдела биржи "Тошкент" по операциям с ценными бумагами составил более 26 млн. рублей, что было сопоставимо с аналогичными показателями известных российских фондовых бирж. На торги выставлялись акции банков, брокерские места различных бирж, относимые к категории фондовых ценностей, а также начавшие появляться акции первых акционерных обществ производственно-коммерческого направления. Фондовый

отдел работал тогда в условиях, когда не было нормативных актов, регламентирующих деятельность участников рынка ценных бумаг, в основном по правилам, которые он сам и создавал. Являясь первым солидным институтом фондового рынка республиканского масштаба, Фондовый отдел замыкал на себе внимание не только первых эмитентов и инвесторов, но также Министерства финансов, которое в то время еще только определяло свое отношение к фондовому рынку и делало робкие попытки его регулирования.

Между тем количество бирж постепенно увеличивалось. По некоторым данным, только в Узбекистане их количество к лету 1992 года доходило до 36.[1] Принятый в республике Закон "О биржах и биржевой деятельности" вносил существенные коррективы в деятельность бирж, устанавливая к ним обязательные необходимые требования. Так, согласно закону, уставный фонд биржи должен был составлять не менее 50 млн. руб. Биржи не могли создавать какие-либо коммерческие структуры. Учредителями биржи не могли быть министерства, ведомства, государственные комитеты и т.п. По величине уставного капитала биржа "Тошкент" выдерживала требования законодательства. Однако к тому времени она являлась главным учредителем значительного количества достаточно известных коммерческих структур, а несколько крупных министерств и ведомств являлись учредителями самой биржи. Это противоречило новому закону о биржах. В конце 1992 года биржа "Тошкент" преобразовывается в акционерное общество "Узбекская финансово-инвестиционная компания "Узфининвест", которая выступила учредителем новой биржи - общества с ограниченной ответственностью "Узбекская республиканская товарно-фондовая биржа "Тошкент". В составе новой биржи был организован Фондовый отдел, который по организационно-нормативному устройству не претерпел каких-либо изменений. Новая биржа отвечала всем требованиям действующего законодательства. По условиям учредительных документов все члены старой биржи автоматически получили статус членов новой биржи.

В "летописи" Фондового отдела можно найти и радостные, и печальные страницы. Однако в историю узбекистанского рынка ценных бумаг он вошел потому, что именно на его базе в соответствии с январским (1994 г.) Указом Президента Республики Узбекистан 8 апреля 1994 г. была создана Республиканская фондовая биржа "Тошкент", сохранившая преемственность и в названии, и прежнюю эмблему - одногорбого верблюда (символ выносливости и терпения), и традиции в подходах к правилам осуществления операций, основанных на классических принципах функционирования фондовых

[1] Всего в бывшем СССР на тот период было зарегистрировано более 600 различных бирж

бирж.

С первых дней своего существования биржа начала активную работу по созданию электронной биржевой системы торгов с привлечением специализирующихся на создании сетевых программных продуктов организаций, а также пропаганду акционирования и инвестирования средств в национальную экономику через покупку акций.

Как и на всякой фондовой бирже, к участию в торгах допускались только члены биржи, имеющие специальную лицензию Министерства финансов на право осуществления операций с ценными бумагами. В первый год своего существования РФБ "Тошкент" объединила под своим началом 250 членов, включая представителей США, Германии, России, Пакистана, почти четверть из которых были частными лицами. Условия вступления в члены биржи предполагали необходимость приобретения брокерского места и уплаты регулярных членских взносов. Правила проведения операций с ценными бумагами допускали присутствие на торгах от каждой зарегистрированной на бирже брокерской конторы четырех ее представителей, двое из которых при заключении сделок имели право подписи. Инвесторы и общественность могли получать информацию о котировке цен с помощью информационных табло и биржевых информационных бюллетеней. Помимо общих и специальных биржевых служб, в рамках фондовой биржи действовали квалификационная, экспертная, котировальная, конфликтная комиссии и маклериат. Квалификационная комиссия определяла квалификацию брокеров и возможность их допуска к проведению операций с ценными бумагами. Котировальная комиссия проводила котировку ценных бумаг, составляла биржевые информационные бюллетени. Конфликтная комиссия разрешала споры, которые возникали как во время проведения торгов, так и после заключения сделок, в процессе выполнения биржевых контрактов. Маклериат обеспечивал подготовку, организацию и проведение торгов.

Особую роль уже в то время играла Экспертная комиссия, осуществляющая экспертную оценку акций и санкционирующая их допуск к котировке и биржевым торгам. Согласно правилам проведения торгов на Республиканской фондовой бирже "Тошкент", все эмитенты подвергались тщательному анализу их финансово-хозяйственной деятельности и инвестиционной привлекательности и по его результатам экспертная комиссия принимала решение о включении или невключении акций данного эмитента в список ценных бумаг, предложенных к торгам.

Процедура допуска ценных бумаг выглядела следующим образом. Эмитент обращался на биржу с заявлением о включении его ценных

бумаг в определенный раздел списка и прилагал к этому заявлению набор документов, позволяющий комиссии по листингу ознакомиться с деятельностью предприятия и оценить его финансовое состояние. В комиссию по листингу входили представители членов биржи, а также привлеченные эксперты в области бухгалтерского учета и анализа финансово-хозяйственной деятельности, банковского дела, законодательного регулирования фондового рынка.

Все эмитенты подразделялись на четыре группы:

1. Список "А" - эмитенты, располагающие требуемым биржей уровнем показателей.

2. Список "В" - эмитенты, имеющие показатели ниже списочных для группы "А", но обратившиеся с просьбой о листинге, способные в определенный срок довести свои показатели до уровня группы "А".

3. Список "С" - эмитенты, имеющие показатели ниже списочных для группы "В", но способные в определенный срок довести свои показатели до уровня группы "В".

4. Список "D" - другие эмитенты, ценные бумаги которых временно, в разовом порядке могли быть допущены к обращению на бирже.

Наличие такого списка объяснялось тем, что рынок ценных бумаг в республике только начинал развиваться. Поэтому в список "D" должны были включаться акции эмитентов, не вошедших в списки "А", "В" и "С".

Критериями листинга являлись такие показатели:

1) частота и количество продаж ценных бумаг на бирже;

2) размер реальных активов;

3) количество ценных бумаг или количество держателей акций (пакетов акций);

4) совокупная стоимость привлеченного капитала;

5) доходность (рентабельность);

6) финансовое состояние эмитента.

При этом эмитенты, включенные в список листинговых предприятий с учетом особенностей их деятельности, подразделялись на следующие группы:

а) производственные предприятия;

б) коммерческие банки;

в) инвестиционные фонды (компании).

Анализ финансового состояния и инвестиционной привлекательности акционерного общества осуществлялся на основе 41 показателя, куда включались общеэкономические показатели, показатели ликвидности баланса, коэффициенты ликвидности, показатели финансовой устойчивости, финансовые коэффициенты, показатели управ-

ления активами, показатели рентабельности, показатели эффективности управления акционерным обществом. Для анализа была разработана компьютерная программа. По результатам анализа составлялся список акционерных обществ, состоящий из эмитентов, вошедших в группы "А" и "В", включаемых в биржевой информационный бюллетень Республиканской фондовой биржи "Тошкент", который еженедельно публиковался в газете "Бизнес - Вестник Востока".[1]

В 1995 году РФБ "Тошкент" в гг. Андижане, Самарканде, Бухаре, а затем и в других областных центрах республики создает сеть своих дочерних подразделений, которые получают право представлять интересы биржи в регионе, самостоятельно реализовывать брокерские места и иметь часть доходов от комиссионных сборов, уплачиваемых местными участниками сделок. Летом 1995 года коренным образом меняется система проведения биржевых торгов. В связи с ростом территориальных подразделений фондовой биржи в областях торги начали проводиться на Центральном телеграфе г. Ташкента в специально оборудованном для этого зале селекторных переговоров в режиме реального времени. Благодаря селекторной системе в торгах участвовали брокеры практически всех областей республики. При этом региональные подразделения биржи выполняли роль организатора торгов, подтверждающего действительные действия по заключению сделки участника торгов в регионе.

В марте-апреле 1996 г. Республиканская фондовая биржа "Тошкент" сменила дислокацию и начала функционировпать в новом здании. К тому времени были завершены работы по созданию Электронной системы биржевых электронных торгов, благодаря чему уже весной 1996 года биржа начала проводить торги в режиме реального времени с использованием 84 терминалов непосредственно в основном торговом зале с подключением терминалов площадок в ее региональных подразделениях.

Интересна история современного здания, в котором ныне находится Республиканская фондовая биржа. В 70-е годы прошлого века на незаселенных Мингурюкских горках (между современным АО "Фотон" и Северным железнодорожным вокзалом) располагалась большая ярмарка. Рядом с ней на холме у Александровского сада архитектор А. Леханов в 1873 году спроектировал и построил здание первой ташкентской биржи. Однако уже в 1877 г. здание было переделано в театр. В 1915 г. по проекту другого известного ташкентского архитектора И. Маркевича биржа-театр, действительно напоминавшая по очертаниям знаменитую петербургскую биржу, была сильно реконструирована, дополнительно украшена барельефами и стала выглядеть очень привлекатель-

[1] Газета "Бизнес - Вестник Востока" была создана Республиканской универсальной товарно-фондовой биржей "Тошкент" еще в 1992 г. и первоначально называлась "Биржевой Вестник Востока".

но. Ее называли "Народным домом". Во время землетрясения 1966 г., которое серьезно повредило здание, в нем находился Музей искусств.

В 1904 г. здесь на улице Джизакской по проекту инженера Е. Гофмана был выстроен деревянный шатровый цирк-"шапито" на средства ташкентского коммерсанта Г. Ценцадзе. Помещение было более чем скромным. В литературе сохранилось высказывание о нем великого певца Ф. И .Шаляпина, который во время гастролей по Туркестанскому краю на предложение выступить в этом цирке будто бы сказал: "Я в конюшнях не пою!". Это побудило владельца позаботиться о строительстве более солидного здания. В 1912 г. инженер В. Дьяков разработал проект нового цирка-варьете со сценой и залом диаметром 18,7 сажени, перекрытыми большепролетным металлическим куполом конструкции системы Шведлера. На следующий год варшавский инженер А. Гарлей спроектировал само здание в стиле "модерн". Однако постройка, возведенная в 1913 г. на месте старого деревянного цирка под руководством ташкентского инженера Г. Попова, была упрощена по сравнению с проектом. Тем не менее она стала самым крупным и вместительным зданием дореволюционного Ташкента (около 1100 мест). На Джизакскую улицу (ныне улица Бухоро) выходил только главный фасад, выполненный в строгих классических формах. Над входом архитекторы разместили балкон, поднятый над тротуаром на пилонах, с приставленными к ним дорическими колоннами. Слева от цирка-варьете в одноэтажной пристройке помещался ресторан "Театральный". По функциональной целесообразности и новаторству этот концертный зал, названный "Колизеем" своим внешним видом свидетельствовал о высоком развитии технической и архитектурной мысли в Туркестане. С этим театром была связана история узбекской оперы. Практически все знаменитые артисты, гастролировавшие в Узбекистане, выступали в его стенах. Как самое вместительное здание города "Колизей" постоянно использовался для проведения различных государственных мероприятий.[1] Последние несколько десятилетий здание находилось в ведении Узбекской государственной филармонии. Здесь размещался концертный зал им. Я. М. Свердлова. В конце 80-х здание начали реконструировать, однако реконструкция сильно затянулась. В январе 1995 года правительство республики приняло решение о передаче здания под Республиканский биржевой центр и начале его усиленной реконструкции под кураторством Госкомимущества. Архитектор (уже нового здания) Ф.Турсунов и директор стройки А. Хасанходжаев сделали все, чтобы превратить полуразрушенное здание в прекрасный дворец.

В 1996г. Республиканская фондовая биржа "Тошкент" вступила в Федерацию Евроазиатских фондовых бирж, штаб-квартира которой находится в г. Стамбуле.

Весной 1998 г. было принято "Положение о листинге ценных бумаг на РФБ "Тошкент", а также "Положение о статусе официального дилера (маркет-мейкера) на РФБ "Тошкент". Объем торгов на протяжении 1994 - 1999 годов имел тенденцию к постоянному увеличению.

[1] Б. Голендер. На сцене жизни все возможно. // Престиж, №3, 15 января 1999 г.

Показатели биржевого рынка акций в 1994 - 2000 г.г.[1]

Период	Объем сделок (млрд. сумов)	Количество проданных акций (млн. штук)
1994	0,031	0,2
1995	1,3	1,9
1996	2,8	6,8
1997	2,3	5,4
1998	3,6	5,7
1999	3,8	6,7
2000[2]	5,2	8,7

В январе 2000 года решением правления биржи по согласованию с Центром по координаци и контролю за функционированием рынка ценных бумаг было принято Положение о Сводном фондовом индексе Республиканской фондовой биржи "Тошкент".

На РФБ "Тошкент" оперативно отслеживаются обороты по заключенным сделкам с акциями по отдельным областям и отраслям, в том числе по первичному и вторичному рынкам.

Объем заключенных сделок на РФБ "Тошкент" в разрезе регионов в 1999 г.[3]

Регионы	Количество сделок, ед.		Количество АО, ед.		Количество акций, тыс. штук		Сумма сделок, тыс. сумов	
	Всего	В том числе вторич. рынок	Всего	В том числе вторич. рынок	Всего	В том числе вторич. рынок	Всего	В том числе вторич. рынок
РК	420	32	120	11	150,2	25,6	146159,3	22003,9
Андижанская	160	64	79	11	1009,6	114,5	257977,6	55747,0
Бухарская	390	66	102	15	354,2	29,0	268732,1	24661,0
Джизакская	402	3	67	2	391,7	3,5	80800,1	4350,7
Кашкадарьинская	482	29	102	8	403,6	24,9	210749,2	21050,2
Навоийская	139	7	43	1	163,7	1,3	137000,3	1718,6
Наманганская	349	14	94	6	226,3	23,4	231120,3	31794,4
Самаркандская	241	23	100	9	471,2	47,4	287448,7	35162,8
Сурхандарьинская	220	1	64	1	158,5	0,7	116109,2	291,1
Сырдарьинская	344	7	38	6	283,7	12,6	89194,5	7863,1
Ташкентская	414	22	87	12	770,9	250,9	302891,5	58543,7

[1] Информационный бюллетень "Рынок ценных бумаг". 2000, № 1. - С. 13.

[2] По данным РФБ "Тошкент"

[3] По итогам 1999 года // Ежеквартальный бюллетень Госкомимущество Республики Узбекистан - Ташкент: 2000. - С. 33 - 36.

1	2	3	4	5	6	7	8	9
Ферганская	186	34	70	8	378,7	81,2	157186,9	38650,0
Хорезмская	185	1	61	1	553,8	2,5	228014,7	343,7
г. Ташкент	303	117	128	37	1259,5	228,6	1097672,6	216571,3
ИТОГО:	4215	390	1133	128	6555,6	854,3	3848058,8	514751,4

Примечания: 1. Итоговое значение количества акционерных обществ, по которым были заключены сделки, дано с вычетом повторяющихся акционерных обществ. Поэтому итоговое значение меньше значения, которое получилось бы простым суммированием обществ за каждый квартал.

2. Кроме того, в 1999 году совершено 7 сделок в долларах США: по Сырдарьинской области - 1 АО, кол-во 12,6 тыс. шт., сумма 315,2 тыс. долл. США; по Самаркандской области - 1 АО, кол-во 0,3 тыс. шт., сумма 3,0 тыс. долл. США; по Наманганской области - 3 АО, кол-во 9,9 тыс. шт., сумма 345,9 тыс. долл. США и г. Ташкент - 1 АО, кол-во 92,1 тыс. шт.

Объем заключенных сделок на РФБ "Тошкент" в разрезе отраслей экономики в 1999 г.[1]

Отрасли	Количество сделок, ед.		Количество АО, ед.		Количество акций, тыс. штук		Сумма сделок, тыс. сумов	
	Всего	В том числе вторич. рынок	Всего	В том числе вторич. рынок	Всего	В том числе вторич. рынок	Всего	В том числе вторич. рынок
Агропром. комплекс	2024	242	555	70	2998,8	372,3	1490886,6	210456,5
Промышленность	590	69	122	27	1484,5	325,7	782372,6	219943,9
Социальная сфера	427	27	134	8	522,0	7,0	514019,6	9541,4
Комплекс строительства, транспорта и связи	1021	29	287	14	1394,3	121,6	676500,6	48528,0
Прочие	153	23	35	9	156,0	27,8	185298,6	26283,6
ИТОГО:	4215	390	1133	128	6555,6	854,3	3848058,8	514751,4

Примечания: 1. Итоговое значение количества акционерных обществ, по которым были заключены сделки, дано с вычетом повторяющихся акционерных обществ. Поэтому итоговое значение меньше значения, которое получилось бы простым суммированием количества обществ за каждый квартал.

2. Кроме того, в 1999 году совершено 7 сделок в долларах США: по АПК - 4 АО, кол-во 19,5 тыс. шт., сумма 610,4 тыс. долл. США и по промышленному комплексу - 2 АО, кол-во 95,4 тыс. шт., сумма 753,7 тыс. долл. США.

Во исполнение постановления Кабинета Министров Республики Узбекистан № 477 от 18 ноября 1999 г. в начале 1999 г. на РФБ "Тошкент" была организована специальная торговая площадка для продажи акций иностранным инвесторам за свободно конвертируемую валюту. В течение 1999 г. иностранным инвесторам было продано 114919 акций на общую сумму 1364120,5 долл. США.

[1] По итогам 1999 года. // Ежеквартальный бюллетень Госкомимущества Республики Узбекистан. - Ташкент: 2000. - С. 33, 36.

ГЛАВА 41. СОВРЕМЕННЫЕ ОРГАНИЗАЦИОННЫЕ ОСНОВЫ ФОНДОВОЙ БИРЖИ. РФБ "ТОШКЕНТ" И ФУНКЦИИ ЕЕ ПОДРАЗДЕЛЕНИЙ

По законодательству Республики Узбекистан ***фондовая биржа - это организация, исключительным предметом деятельности которой является обеспечение необходимых условий нормального обращения ценных бумаг, определение их рыночных цен, надлежащее распространение информации о них, поддержание высокого уровня профессионализма участников рынка ценных бумаг.***

Фондовая биржа должна иметь лицензию на ведение биржевой деятельности с ценными бумагами. Учредителями фондовых бирж могут выступать юридические и физичекие лица, имеющие разрешение (лицензию) на осуществление операций с ценными бумагами. Учредителями бирж не могут выступать органы государственной власти и управления, их сотрудники и специалисты.

Операции с ценными бумагами на фондовой бирже осуществляются в соответствии со следующими основными *принципами*:

- строгое соблюдение законодательства и биржевых правил всеми участниками биржевой торговли, а также служащими биржи;
- создание равных условий для всех участников биржевой торговли;
- обеспечение регламентации биржевых торгов путем регламентации их проведения заранее определенным местом и временем;
- добровольность заключаемых сделок;
- ценообразование на основе реально складывающегося спроса и предложения;
- незамедлительная публикация достоверных и полных данных о ценных бумагах, допущенных к биржевой торговле, и информирование участников биржевых торгов о ценах биржевых сделок;
- предоставление и публикация требуемой законодательством биржевой информации;
- запрещение и преследование мошенничества, манипулирования ценами, предоставления заведомо недостоверной информации и т.п.

На бирже запрещаются:

- заключение фиктивных, искусственных краткосрочных сделок;
- незаконное использование конфиденциальной информации;
- приобретение и регистрация сделок, обеспечивающих 35 и более процентов акций какого-либо эмитента или акций, обеспечивающих более 50 процентов голосов акционеров одним лицом или группой лиц, контролирующих имущество друг друга, без предварительь-

ного согласия органа, уполномоченного осуществлять антимонопольную политику;

- масштабные сделки по скупке (продаже) ценных бумаг одним лицом непосредственно или через подставных лиц, имеющих цель оказать влияние на котировку цен;

- распространение ложных слухов, которые могут привести к искусственному изменению коньюнктуры рынка ценных бумаг и другие действия, противоречащие основным принципам торговли ценными бумагами и действующему законодательству.

Фондовые биржи относятся к разряду саморегулируемых организаций. Это означает, что биржи самостоятельно разрабатывают и утверждают правила биржевой торговли ценными бумагами, документы, регламентирующие работу различных структурных подразделений биржи, ее членов и т.п., однако все это должно вписываться в рамки действующего законодательства о рынке ценных бумаг. В частности правила биржевых операций в обязательном порядке должны предусматривать описание:

- принципов торговли ценными бумагами на конкретной бирже;
- состава участников биржевых торгов и перечень предъявляемых к ним требований;
- информации о месте, времени биржевых собраний;
- порядка допуска ценных бумаг к биржевым торгам;
- биржевых сделок;
- видов поручений (приказов) клиентов брокерам;
- организации торгов;
- порядка регистрации и оформления сделок;
- образцов используемых при заключении сделок форм договоров, заявок, отчетов, извещений и другой биржевой документации.

Внутренние правила биржевой торговли, устав биржи в обязательном порядке должны быть согласованы с органом, регулирующим рынок ценных бумаг Узбекистана.

Для выполнения своих функций фондовые биржи могут:

- устанавливать обязательные требования к инвестиционным институтам, необходимые для вступления в члены биржи;

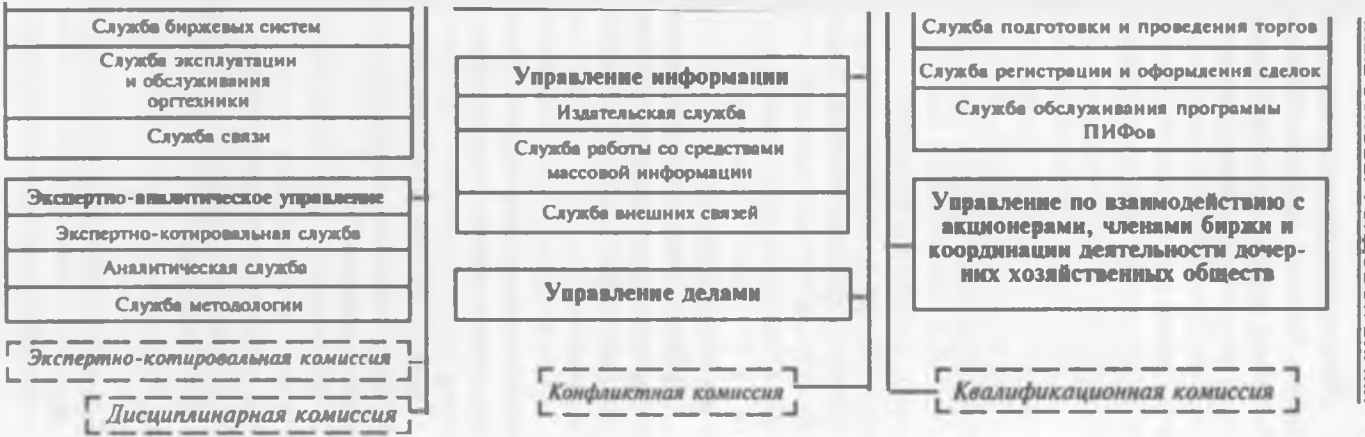
- определять квалификационные требования к представителям членов биржи на торгах;

- создавать экспертные, квалификационные, котировальные, конфликтные комиссии для разрешения споров, консультационные и справочные бюро;

- устанавливать и взимать вступительные и текущие членские взносы, плату за регистрацию сделок, технические услуги, посещение



Депозитный сертификат **Бизнес Банка**
Выпуск 2000 года


Служба биржевых систем
Служба эксплуатации и обслуживания оргтехники
Служба связи
Экспертно-аналитическое управление
Экспертно-котировальная служба
Аналитическая служба
Служба методологии
Экспертно-котировальная комиссия
Дисциплинарная комиссия
Управление информации
Издательская служба
Служба работы со средствами массовой информации
Служба внешних связей
Управление делами
Конфликтная комиссия
Служба подготовки и проведения торгов
Служба регистрации и оформления сделок
Служба обслуживания программы ПИФов
Управление по взаимодействию с акционерами, членами биржи и координации деятельности дочерних хозяйственных обществ
Квалификационная комиссия

тельность корпораций, а также проведение операций с ценными бумагами в рамках государства натыкалось на ряд трудностей, вызванных нестыковкой законов. Кроме того, органы отдельных штатов, контролировавшие исполнение законов в этой области, как правило, оказывались неспособными предотвратить крупные мошенничества с ценными бумагами.

В 1911 году в штате Канзас впервые был принят достаточно емкий закон, регулирующий куплю-продажу ценных бумаг, а к 1933 году подобные законы уже были приняты всеми штатами, кроме Невады. Они предусматривали обязательную процедуру регистрации выпускаемых в обращение ценных бумаг, регистрацию лиц, профессионально занимающихся операциями с фондовыми ценностями (брокеров, дилеров и т.д.), а также санкции в отношении мошенничества и манипуляций с ценными бумагами.

Однако практика показала, что принятые на уровне отдельных штатов законы оказались не вполне эффективными в борьбе с финансовыми махинациями эмитентов и посредников. По законодательствам отдельных штатов, значительное количество видов ценных бумаг не подпадало под требования об обязательной регистрации. Многие предприятия, выпускающие в обращение акции и другие ценные бумаги, в угоду выгоде начали легко обходить существующие законы, что, естественно, порождало хаос и беспорядок, дестабилизацию ситуации на фондовом рынке. Малоэффективность регулирования рынка ценных бумаг на уровне отдельных штатов усугублялась отсутствием достаточного количества квалифицированных кадров, которые могли бы обеспечить соблюдение действующего законодательства.

Между тем после окончания первой мировой войны в Соединенных Штатах наблюдалось резкое оживление на рынке ценных бумаг, и, в частности, активизация фондовых бирж. Все послевоенные годы почти 20 миллионов инвесторов играли на бирже.

По некоторым данным[1], половина новых акций, выпущенных в 20-е годы на общую сумму 50 миллиардов долларов, в реальности не стоила ничего.

Следует отметить, что именно этот период характеризовался увеличением сделок "с маржой", покупки ценных бумаг с оплатой части суммы за счет кредита, когда брокеры предлагали инвесторам акции в обмен на небольшой первоначальный взнос и процент от невыплаченного остатка.[2]

[1] Поль Гонсон. Контроль за рынком ценных бумаг в США. - Вашингтон, 1994.

[2] Покупая акции "с маржой", инвестор платит брокерской фирме только часть цены, а брокерская фирма выдает ему заем на остаток, подлежащий оплате. Фирма хранит у себя акции как обеспечение заема и взимает проценты с неоплаченной части цены. Если курс акций падает, брокерская фирма обращается к своему клиенту и требует дополнительного обеспечения заема. Если такое дополнительное обеспечение не предоставлено, фирма имеет право продать акции

К 1929 году уже 40 процентов инвесторов покупали акции с маржой, многие из них использовали свои акции для спекулятивных прибылей, получая миллионы долларов от сравнительно небольших вложений. В течение 8 лет начиная с 1920 года цены на акции, котируемые на Нью-Йоркской фондовой бирже, возросли примерно в два раза. Начиная с марта и по сентябрь 1929 года наблюдался стремительный скачок цен, который по своим темпам сравнялся с предыдущим восьмилетним периодом. Однако в сентябре 1929 года началось общее резкое падение биржевого индекса. Оно вызвало потрясения на фондовом рынке. Падение курсов акций продолжилось и в октябре. Значительные финансовые потери наблюдались в пятницу, 18 октября, субботу, 19 октября, и понедельник, 21 октября. Во вторник курс начал было расти, но в среду, 23 октября, опять упал. Например, в этот день курс акций такой всемирно известной газеты, как "Нью-Йорк Таймс", понизился на 10 пунктов. В понедельник, 28 октября, курс акций этой газеты упал еще на 20 пунктов. За восемь недель, начиная с сентября, курс "Нью-Йорк Таймс" снизился на 111 пунктов (36 процентов), то есть почти на столько же, на сколько он возрос за предыдущие 18 месяцев.

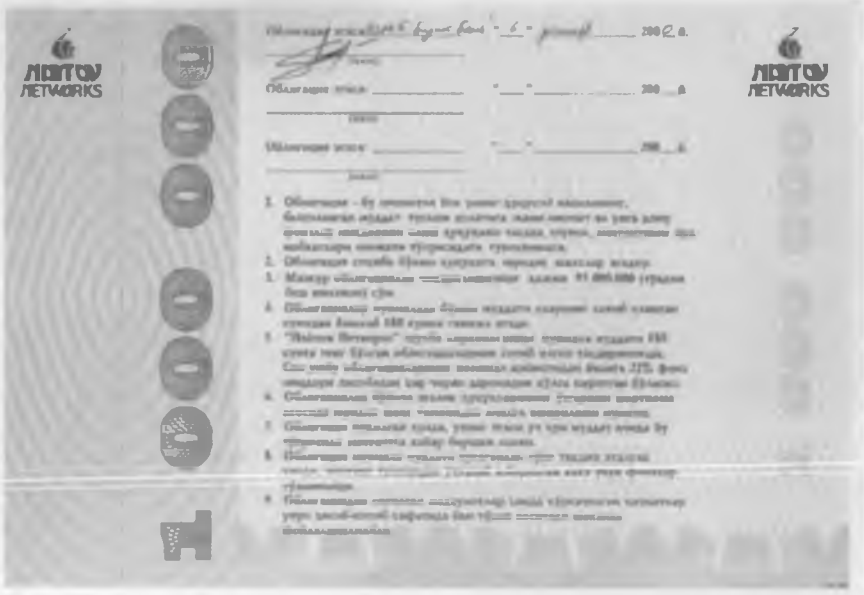
Естественно, когда курс стал снижаться, брокеры стали требовать дополнительного обеспечения под залог заема с "маржой". Подавляющее большинство клиентов не смогли достать наличные деньги, чтобы оплатить свой заем, и предпочли продать акции. Эти продажи вызвали еще больший спад биржевого курса, создавая порочный круг, который вскоре рухнул, поставив экономическую и финансовую систему страны на грань катастрофы. В период с 1 сентября 1929 г. по 1 июля 1932 г. стоимость всех ценных бумаг, допущенных на Нью-Йоркскую фондовую биржу, сократилась с 90 миллиардов долларов США до менее чем 16 миллиардов долларов, причем убытки составили 83 процента.

К 1932 г. в Соединенных Штатах численность занятой рабочей силы сократилась на одну пятую, производительность труда на промышленных предприятиях и национальный доход снизились наполовину по сравнению с уровнем 1929 г. Совокупный биржевой курс снижался, достигая уровня, составлявшего менее одной пятой самого высокого курса, зарегистрированного за 34 месяца до упомянутой даты, а выпуск новых акций почти прекратился. Стало очевидным, что Конгресс будет вынужден принять меры.

С 1932 по 1934 г.г. в течение первого срока правления президента Франклина Д. Рузвельта сенатский комитет по делам банков провел слушания о деятельности фондовых бирж и рынков ценных бумаг. Цель этих слушаний состояла в том, чтобы установить причину ла-



Облигация предприятия **«Найтов Нетворкс»**
Лицевая и оборотная стороны
Выпуск 2000 года



биржи постоянными и разовыми посетителями;

- взыскивать штрафы за нарушение устава, правил торгов, несвоевременную уплату регистрационных сборов;

- издавать биржевые буклеты, справочники, сборники.

Поскольку биржевая деятельность на рынке ценных бумаг является исключительным видом деятельности фондовой биржи, законодательством строго регламентированы источники ее доходов. В частности, финансирование деятельности биржи может осуществляться за счет реализации собственных акций, паев, брокерских мест, регулярных членских взносов, сборов от регистрации биржевых сделок, комиссионных за посредничество в операциях с ценными бумагами, а также доходов от информационных и некоторых других услуг.

Поскольку Республиканская фондовая биржа "Тошкент" создана в форме открытого акционерного общества, структура органов ее управления типична. Высшим органом управления является Общее собрание акционеров, которыми могут быть только инвестиционные институты. В промежутках между общими собраниями акционеров управлением биржи занимается Наблюдательный совет - орган, члены которого избираются Общим собранием акционеров. Управление текущей деятельностью биржи осуществляет Правление, состоящее из работников биржи, возглавляемое Председателем. Органом, контролирующим деятельность Правления, является ревизионная комиссия, без заключения которой Общее собрание акционеров не вправе утверждать годовой отчет Правления.

Все функциональные подразделения РФБ "Тошкент" можно условно разделить на две группы. Первая группа - это подразделения, присущие обычным предприятиям. Сюда входят: управление делами, финансовое управление с расчетной палатой, осуществляющей контроль за своевременным поступлением причитающихся бирже сборов и платежей, правовое управление, управление информации с издательской службой, службой работы с СМИ и службой внешних связей. Функции этих подразделений общеизвестны и аналогичны функциям любых других хозяйствующих субъектов. Вторая группа - это подразделения, присущие исключительно только фондовым биржам, имеющим определенную биржевую специфику. К ним относятся:

- *управление подготовки и проведения торгов*, отвечающее за весь комплекс мероприятий по организации торгов - от идентификации брокеров до полного завершения операций по заключению ими сделок и оформлению соответствующих документов. В него входят:

- *служба подготовки и проведения торгов*, осуществляющая полный цикл работ по подготовке, организации и проведению торгов - от приема заявок по купле-продаже ценных бумаг у брокеров до обслуживания торгов, проводимых с использованием специального программно-технического торгового комплекса;

- *служба регистрации и оформления сделок*, осуществляющая функции по регистрации заключенных на бирже сделок, их документальному оформлению на завершающем этапе процедуры торгов;

- *служба обслуживания программы ПИФов*, осуществляющая специфические функции организации проведения электронных аукционов по продаже акций приватизируемых предприятий ПИФам с использованием специальной компьютерной программы;

- *управление по взаимодействию с акционерами, членами биржи и координации деятельности дочерних хозяйственных обществ*, осуществляющее функции по работе с акционерами, оформление членства на бирже, аккредитацию брокерских контор, ведение их паспортов, надзор за соблюдением ими организационных требований (наличие аттестатов у брокеров, своевременная уплата членских взносов, использование в течение года брокерского места), оформление договоров аренды брокерских мест, выбытия из состава членов биржи, а также осуществляющее контроль за деятельностью региональных дочерних предприятий биржи;

- *управление технического обеспечения* состоит из *службы биржевых систем, службы эксплуатации и обслуживания оргтехники*, а также *службы связи*.

Служба биржевых систем обеспечивает надлежащую работу действующей системы торговли ценными бумагами, контроль за ее функционированием, работает над ее усовершенствованием. Развитие биржевых торговых систем можно проследить от *начального* этапа функционирования биржи, когда торги проводились "с голоса" в одном помещении (1994-1995 г.г.), *промежуточного* этапа, при котором торги проводились "с голоса", но с подключением областных региональных подразделений биржи через селекторную связь (1995-1996 г.г.), и до *современного* этапа, которому присуща электронная система торгов, функционирование которой обеспечивает единый торговый компьютерный комплекс, оснащенный современными оборудованием и средствами связи, включая спутниковую.

Служба эксплуатации и обслуживания оргтехники обеспечивает функционирование сложной биржевой торговой системы, а также компьютерного парка, имеющегося в различных подразделениях фондовой биржи.

Схема 4. Организационная структура Республиканской фондовой биржи "Тошкент"



Работа службы связи специфична тем, что при проведении биржевых торгов в системе реального времени (on line) должна обеспечиваться устойчивая связь между центральным торговым залом биржи и торговыми площадками, находящимися в регионах республики. Следует отметить также, что автоматизированные брокерские места в торговом зале оснащены телефонами, по которым брокеры на протяжении всего периода торгов могут уточнять условия по различным позициям с клиентами.

Экспертно-аналитическое управление, включающее *экспертно-котировальную службу*, *аналитическую службу* и *службу методологии*, осуществляет комплекс работ, связанный соответственно с биржевой котировкой цен на ценные бумаги, анализом финансово-хозяйственной деятельности эмитентов, чьи ценные бумаги котируются либо заявлены к котировке на биржевые торги; подготовкой различных отчетов и сводок о прошедших торгах (группировка биржевого оборота в разрезе областей, отраслей, ассоциаций и концернов, первичного, вторичного рынков и т.п.); исследует опыт работы фондовых бирж ближнего и дальнего зарубежья как в законодательном, так и в техническом аспектах и возможности применения его в местных условиях.

Особое место в ряду структурных подразделений фондовой биржи занимают комиссии. Они состоят, как правило, из сотрудников фондовой биржи - высококвалифицированных, опытных специалистов.

Экспертно-котировальная комиссия определяет возможность допуска ценных бумаг к котировке на биржевых торгах, осуществляет процедуры листинга, делистинга, релистинга и т.п.

Квалификационная комиссия определяет возможность допуска брокеров до биржевых торгов путем проведения соответствующего экзамена.

Конфликтная комиссия занимается разрешением спорных ситуаций, возникающих в ходе проведения торгов, исполнения сделок между брокерами, между брокерами и их клиентами, между последними и специалистами биржи.

Дисциплинарная комиссия определяет степень виновности нарушителя правил биржевой торговли, устава и других основополагающих документов биржи и назначает соответствующую нарушению санкцию, осуществляет контроль за исполнением санкций.

Республиканская фондовая биржа "Тошкент" имеет свои дочерние подразделения в каждой области республики.

ГЛАВА 42. ЧЛЕНЫ ФОНДОВОЙ БИРЖИ. ПОНЯТИЕ БРОКЕРСКОГО МЕСТА. ОФИЦИАЛЬНЫЕ ДИЛЕРЫ (МАРКЕТ- МЕЙКЕРЫ). ПОРЯДОК ДОПУСКА БРОКЕРОВ К БИРЖЕВЫМ ТОРГАМ

✓ **Члены биржи**

Как известно, на фондовую биржу допускаются не все желающие купить или продать ценные бумаги, а только лица, являющиеся ее членами. Каждая фондовая биржа, как правило, имеет положение о членах биржи, определяющее порядок вступления в члены биржи, приостановления членства, лишения статуса члена биржи, регламентирующие их права и обязанности, особые возможности у некоторых из них.

Членами фондовой биржи могут быть юридические и физические лица, в том числе и иностранные, которые приобрели на фондовой бирже брокерское место. Членами биржи могут быть институты любой организационно-правовой формы. В то же время ими не могут быть органы государственной власти и управления, прокуратуры, суда, их должностные лица и специалисты.

Рассмотрим вопросы организации членов биржи на примере Республиканской фондовой биржи "Тошкент". Количество членов фондовой биржи регулируется органами ее управления. Юридические и физические лица, арендующие брокерское место у члена биржи, становятся *временными членами* биржи. Члены биржи имеют определенные права и обязанности.

Права членов фондовой биржи. Члены РФБ "Тошкент" имеют право:

- аккредитовывать на бирже в качестве брокеров своих представителей, имеющих квалификационный аттестат специалиста рынка ценных бумаг и имеющих допуск к торгам квалификационной комиссии самой биржи;
- участвовать в решении вопросов, касающихся брокерской деятельности, в порядке, предусмотренном Положением "О членах РФБ "Тошкент";
- пользоваться услугами биржи в пределах, установленных действующим законодательством и документами биржи;
- вносить предложения Правлению биржи по вопросам совершенствования деятельности биржи;
- сдавать брокерское место в аренду;
- продать брокерское место в установленном биржей порядке.

Временный член биржи имеет почти такие же права, что и полноправный, за исключением права на продажу и субаренду брокерского места.

Обязанности членов фондовой биржи. Члены РФБ "Тошкент" обязаны:

- соблюдать законодательство Республики Узбекистан и другие нормативные акты в целом и о рынке ценных бумаг, в частности внутренние документы фондовой биржи, решения ее органов управления;
- своевременно оплачивать регулярные ежеквартальные членские взносы;
- соблюдать коммерческую тайну и не разглашать конфиденциальную информацию о своих клиентах, контрагентах и бирже;
- соблюдать нормы деловой этики;
- своевременно сообщать бирже об изменении юридического адреса или места жительства.

Выход из состава членов биржи осуществляется при отчуждении брокерского места его владельцем - продаже, передаче, дарении и т.п. Члены биржи могут быть исключены из числа таковых решением Наблюдательного совета с последующим утверждением Общим собранием акционеров в случаях нарушения ими Устава биржи, постановлений и решений органов управления биржи, грубого нарушения правил биржевой торговли, неуплаты в установленные сроки ежеквартальных членских взносов, совершения ими коммерчески предосудительных поступков, неиспользования в течение года брокерского места для осуществления торговых операций с ценными бумагами.

✓ **Брокерское место на бирже**

Под брокерским местом на бирже следует понимать совокупность возможностей, которые фондовая биржа может предоставить своему полноправному члену.[1] Главная из них - возможность покупать или продавать ценные бумаги от своего имени и за свой счет или за счет и по поручению клиентов на биржевой площадке. Безусловно, помимо этого, владельцы брокерских мест получают множество других возможностей - в отличие от остальных участников рынка ценных бумаг. Это и получение различного рода информации о ценных бумагах, их эмитентах, ценах, брокерах-контрагентах. Это и возможность получения консультаций по некоторым аспектам биржевой деятельности (например, консультаций специалистов Конфликтной комиссии при разрешении споров). Это и пользование услугами биржи по ксерокопированию необходимых документов, заполнению и оформлению договоров и т.д.

Брокерское место на РФБ "Тошкент" приобретается на неопре-

[1] Нельзя путать брокерское место на бирже с автоматизированным рабочим местом брокера в биржевом операционном зале

деленный срок, то есть, купив брокерское место (внеся единовременный взнос), его владелец может пользоваться услугами биржи неограниченное количество времени, при условии соблюдения требований, предъявляемых к нему биржей.[1] В течение всего времени владения брокерским местом члены биржи вносят незначительные суммы регулярных членских взносов.[2] Такая система членства является весьма экономичной для брокеров. В других странах для поддержания членства на бирже необходимо ежемесячно или ежегодно платить не символический, а весьма солидный взнос.

Брокерское место может быть приобретено, отчуждено (продано, подарено, унаследовано, передано в уставный фонд и т.п.), передано в аренду. Оно неделимо. Его владелец не может передать либо продать часть брокерского места. Одно лицо может владеть только одним брокерским местом. Брокерские места могут быть приобретены тремя способами: непосредственно у фондовой биржи, на биржевых торгах, вне биржевых торгов.

Приобретение брокерского места непосредственно у биржи. Этот способ предусматривает необходимость подачи покупателем заявления о намерении купить брокерское место, которое биржа рассматривает в 10-дневный срок. В случае положительного решения Правления между покупателем и биржей заключается договор, в котором оговариваются права и обязанности сторон, некоторые другие условия сделки. Брокерское место приобретается по цене, установленной Правлением на момент приобретения. В период становления фондового отдела биржи "Тошкент" и РФБ "Тошкент" в подавляющем большинстве случаев брокерские места приобретались непосредственно у биржи.[3]

Приобретение брокерского места на биржевых торгах. В этом случае лицо, желающее приобрести брокерское место, заключает договор-поручение с брокером, имеющим допуск к биржевым торгам, о приобретении брокерского места на биржевых торгах. После выполнения брокером поручения о покупке брокерского места покупатель уплачивает комиссионные брокеру (по договоренности) и фондовой бирже. Продажа брокерских мест через биржевые торги производится на общих основаниях в соответствии с правилами осуществления операций с ценными бумагами на РФБ "Тошкент". Лицо,

[1] По состоянию на начало 2000 года цена брокерского места на РФБ "Тошкент" составляла 100-150 тыс. сумов.

[2] К концу 2000 года величина ежемесячного регулярного членского взноса на РФБ "Тошкент" была утверждена в размере одной минимальной заработной платы, то есть 2450 сумов.

[3] Учредительными документами РФБ "Тошкент" было предусмотрено, что члены фондового отдела Республиканской товарно-фондовой биржи "Тошкент" автоматически становились членами Республиканской фондовой биржи "Тошкент", и, таким образом, за ними сохранялись ранее приобретенные брокерские места

которое желает продать брокерское место через биржевые торги, должно предоставить на фондовую биржу письменную заявку о выставлении места на торги, документ, подтверждающий его полную оплату (сертификат на брокерское место), гарантии отсутствия залоговых обязательств под данное место, а также подтвердить отсутствие каких-либо невыполненных обязательств перед самой фондовой биржей (комиссионных по совершенным сделкам, штрафов, пени и т.п.). В данном случае цена брокерского места устанавливается продавцом по его усмотрению. В стоимость брокерского места включается налог на добавленную стоимость.

Приобретение брокерского места вне торгов. В случае, если продавец и покупатель самостоятельно находят друг друга, для оформления сделки купли-продажи не требуется выставления брокерского места на биржевых торгах. Между ними заключается договор купли-продажи брокерского места по утвержденной биржей типовой форме, который предъявляется на биржу для регистрации и последующего переоформления брокерского места. При этом бирже перечисляется регистрационный сбор в размере пяти процентов от стоимости брокерского места, установленной Правлением биржи на момент регистрации договора на бирже. Регистрационный сбор перечисляется бирже либо продавцом, либо покупателем по договоренности, что отражается в договоре, при этом сумма регистрационного сбора может входить в стоимость брокерского места.

Правление фондовой биржи может отказать в приобретении брокерского места лицу, не имеющему лицензии на деятельность в качестве инвестиционного института, либо не имеющему в штате аттестованных специалистов по ценным бумагам I или II категории, а также лицам, ранее исключенным из состава членов фондовой биржи, если с момента исключения не прошло более года.

При переходе брокерского места от одного владельца к другому по основаниям, не связанным с куплей-продажей, (передача, мена, дарение, наследование), новый владелец обязан переоформить его на свое имя. Для переоформления брокерского места на нового владельца последний должен представить на биржу заявление, основание передачи прав на владение брокерским местом прежним владельцем (копию договора купли-продажи, мены, дарения, передачи в уставный фонд и т.п.), копию платежного поручения о перечислении бирже регистрационного сбора. Покупатель, полностью оплативший брокерское место, становится членом биржи. Прежний владелец брокерского места теряет права члена биржи.

Владелец брокерского места имеет право обратиться к фондовой бирже с просьбой о приобретении этого места самой биржей. Биржа может удовлетворить просьбу владельца, купив место по договорной цене, но может и отказать ему, без объяснения причин отказа.

Аренда брокерского места. Брокерское место может быть сдано в

аренду не более чем на один год с пролонгацией. При этом арендатор получает статус временного члена биржи. Это означает, что в период аренды арендатор может представлять интересы члена фондовой биржи на собраниях членов и перед Правлением биржи только по доверенности от владельца брокерского места.

Арендодатель и арендатор заключают между собой договор аренды брокерского места по типовой форме, утвержденной правлением биржи, по которому арендатор обязан соблюдать действующее законодательство о рынке ценных бумаг, биржевые правила, заключить с биржей договор на предоставление услуг, своевременно перечислять бирже комиссионные сборы по заключенным сделкам. Размер арендной платы устанавливается по договоренности между сторонами. Он может быть установлен в жесткой абсолютной величине (например, 5 тыс. сумов в месяц) либо в относительных величинах - процентах от суммы каждой заключаемой сделки (7% от суммы комиссионных по каждой сделке), либо в комбинации двух приведенных вариантов. При этом уплата регулярных членских взносов возлагается на арендатора. Договор аренды регистрируется биржей.

Допуск членов фондовой биржи к торгам осуществляется только при наличии у них лицензии на операции с ценными бумагами и приобретении ими статуса инвестиционного института, а также регистрации на бирже брокерской конторы (БК). Физическое лицо, купившее брокерское место на фондовой бирже и получившее квалификационный аттестат на право осуществления операций с ценными бумагами, может быть допущено к торгам только после регистрации его в органах государственной власти на местах и открытия расчетного счета в банке. При этом правом заключения сделок на биржевых торгах обладают брокеры, имеющие доверенности членов биржи - юридических лиц и допуск Квалификационной комиссии биржи. Физическому лицу - члену биржи, если оно действует самостоятельно, для регистрации брокерской конторы необходимо иметь лицензию, квалификационный аттестат на право осуществления операций с ценными бумагами, допуск Квалификационной комиссии биржи.

✓ **Официальные дилеры (маркет-мейкеры)**

Для обеспечения постоянной котировки ценных бумаг, входящих в биржевой листинг, и поддержки их ликвидности на фондовой бирже введен институт маркет-мейкеров. Официальные дилеры назначаются фондовой биржей из числа профессиональных участников рынка ценных бумаг. Для получения статуса официального дилера инвестиционный институт должен отвечать определенным требованиям, а именно: иметь лицензию на осуществление операций с

ценными бумагами, опыт работы на рынке ценных бумаг не менее одного года; сотрудники официального дилера, осуществляющие работу в биржевом зале, должны пройти специальное обучение на автоматизированном рабочем месте РФБ "Тошкент" и иметь аттестат Квалификационной комиссии биржи.

Официальный дилер для осуществления операций с ценными бумагами листинговых предприятий должен обладать собственными активами, минимальный размер которых определяется правлением биржи.

Для проведения операций на листинговой площадке официальный дилер получает соответствующий регистрационный номер биржи на основании свидетельства о разрешении проведения операций с ценными бумагами, которое действует со дня выдачи до окончания календарного года.

В качестве инвестиционных дилеров могут выступать инвестиционные посредники, инвестиционные компании, акционерно-коммерческие банки, включая нерезидентов Республики Узбекистан.

Ежегодно в течение января биржа пересматривает список дилеров и принимает решение о включении (невключении) в официальный список новых дилеров или исключении действующих.

Биржа может исключить инвестиционный институт из списка официальных дилеров при следующих обстоятельствах:

- лишение лицензии на деятельность в качестве инвестиционного института;
- наличие нарушений положения о маркет-мейкере , внутренних документов биржи;
- в случае представления государственным инспектором отчета о нарушении дилером действующего законодательства о рынке ценных бумаг;
- по решению Квалификационной комиссии самой биржи.

✓ **Допуск брокеров к биржевым торгам**

Для определения квалификации брокеров, представителей маркет-мейкеров и возможности их допуска к проведению операций с ценными бумагами в операционном зале на РФБ "Тошкент" создана и действует *Квалификационная* комиссия. Квалификационная комиссия состоит из председателя и не менее двух членов комиссии - высококлассных специалистов фондовой биржи. Ее заседания проходят не реже одного раза в месяц. Главная задача комиссии - определение возможности допуска представителей членов биржи и маркет-мейкеров до биржевых торгов - реализуется путем проведения специального экзамена. Лица, претендующие на допуск к экзаменам, а следовательно, и к биржевым торгам, должны иметь необхо-

димые документы и отвечать следующим требованиям:

- наличие квалификационного аттестата на право осуществления деятельности на рынке ценных бумаг органа, осуществляющего регулирование фондового рынка;
- наличие свидетельства о прохождении обучения на автоматизированном рабочем месте в Электронной торговой системе фондовой биржи (краткосрочное шестидневное обучение проводится либо на самой фондовой бирже, либо в Национальном центре подготовки специалистов рынка ценных бумаг при ТашГЭУ);
- наличие необходимого уровня профессиональных знаний как участника рынка ценных бумаг;
- знание основных нормативных документов, определяющих статус ценных бумаг, регулирующих порядок обращения и условий совершения операций с ценными бумагами на РФБ "Тошкент";
- знание внутренних биржевых положений и инструкций, регулирующих деятельность биржи.

Лицам, успешно сдавшим экзамены, квалификационная комиссия биржи выдает специальное свидетельство по утвержденной форме о допуске к биржевым торгам на определенный комиссией срок, но не менее одного года. Брокер, имеющий квалификационное свидетельство, по истечении срока его действия должен представить на биржу те же документы, что и при первичной подаче документов.

Квалификационная комиссия вправе обязать брокера к повторной сдаче экзамена в случаях:

- отрицательного результата по сдаче экзамена в первый раз;
- обоснованных претензий к брокеру со стороны клиентов, инвестиционных институтов или самой биржи;
- нарушения требований законодательства;
- нарушения брокером правил биржевой торговли и, в частности, работы по купле-продаже ценных бумаг в системе электронных торгов;
- уличения в незаконном использовании конфиденциальной информации.

Если брокер повторно не сдал экзамен, Квалификационная комиссия подает рапорт в орган, контролирующий рынок ценных бумаг, об аннулировании аттестата на право осуществления деятельности на рынке ценных бумаг.

При открытии новых торговых площадок, а также дополнительных торговых сессий по торговле новыми финансовыми инструментами Квалификационная комиссия должна провести дополнительное тестирование на знание условий торговых площадок и обращения вводимых новых финансовых инструментов.

ГЛАВА 43. ДОПУСК ЦЕННЫХ БУМАГ К БИРЖЕВЫМ ТОРГАМ. ПРОЦЕДУРА ЛИСТИНГА. ПОНЯТИЕ КОТИРОВКИ ЦЕННЫХ БУМАГ

Как уже отмечалось, фондовая биржа по праву считается рынком лучших ценных бумаг. Традиционно на фондовую биржу допускаются только те ценные бумаги, чьи эмитенты выгодно отличаются от других безубыточной работой в течение ряда лет, стабильным финансовым положением, значительными оборотами, количеством выпускаемых в обращение ценных бумаг и другими показателями работы. Безусловно, это не означает, что у всех фондовых бирж имеются одинаковые качественные и количественные критерии отбора ценных бумаг, допускаемых к биржевым торгам. Даже в рамках такой страны, как Соединенные Штаты, требования к ценным бумагам Нью-Йоркской фондовой биржи значительно отличаются от аналогичных требований второй по величине и значимости Американской фондовой биржи. С другой стороны, мировая практика уже наработала ряд, ставших традиционными показателей деятельности эмитентов, которые, как правило, используются при отборе лучших ценных бумаг, допускаемых к биржевой торговле.

К торгам на Республиканской фондовой бирже "Тошкент" допускаются ценные бумаги, удовлетворяющие требованиям действующего законодательства и включенные в биржевой официальный список ценных бумаг. Ценные бумаги в биржевом списке имеют градацию в зависимости от степени их ликвидности и финансового состояния, сроков деятельности эмитентов. Экспертиза ценных бумаг и критерии, применяемые в процессе ее проведения, дифференцируются с учетом организационно-правовой формы и функциональной деятельности их эмитентов на фондовом рынке. В биржевом официальном списке фондовые ценности разделены на шесть основных групп:

1. Ценные бумаги, прошедшие экспертизу и включенные экспертно-котировальной комиссией биржи в категорию "листинговых".

2. Ценные бумаги, прошедшие экспертизу, но по отдельным параметрам не удовлетворяющие требованиям листинга и включенные в категорию "предлистинговых".

3. Ценные бумаги, не прошедшие экспертизу и включенные в категорию "внелистинговых".

4. Государственные ценные бумаги Республики Узбекистан, допущенные на биржевые торги без прохождения экспертизы.

5. Акции приватизируемых предприятий, допущенные к биржевым торгам без прохождения экспертизы вне листинга.

БИРЖЕВОЙ ОФИЦИАЛЬНЫЙ СПИСОК НА 7 ЯНВАРЯ 2000 г.

№ п/п	Код БК	№ заявки	Категория ЦБ	Наименование эмитента	Лотов	Кол-во	Номинал
1	2	3	4	5	6	7	8
				Компании вне листинга			
Продажа				Акция простая			
1	208	10532	Именная	АО "Сирдаредонмахсулот"	159	159	500.00
2	208	10533	Именная	АО "Сирдаредонмахсулот"	159	159	500.00
3	208	10534	Именная	АО "Сирдаредонмахсулот"	160	160	500.00
4	208	10821	Именная	АО "Балыкчилик" Нав. обл.	494	494	1000.00
5	214	9248	Именная	АО "ТИМК-129" РК	1364	1364	950.00
6	214	10259	Именная	АО "Каракалпакмебель" РК	1962	1962	1280.00
7	214	10392	Именная	ОАО "Тахиаташ-агрохимсервис" РК	3969	3969	760.00
8	214	10540	Именная	АО "ТИМК-129" РК	868	868	950.00
9	214	10541	Именная	ОАО "Беруни агрохимсервис"	344	344	830.00
10	219	10823	На предъяв.	Бух. вил. "Узбекнефтегазпармалаш" ОТАЖ	2500	2500	1000.00
11	219	10825	На предъяв.	АО "Тайлок" Сам. обл.	11364	11364	200.00
12	236	8887	Именная	АО "Саратан" РК	1134	1134	750.00
13	236	9700	Именная	АО "Каракалпакмебель" РК	440	440	1280.00
14	236	10368	Именная	"Бакалык" ОТАЖ Тахиаташ ш.	10723	10723	280.00

№ п/п	Цена предл.	Гарантии	Условия расчетов	Тип сделки	Срок испол.	Фин. сост.	На сумму	Регион	Ассоциация
1	9	10	11	12	13	14	15	16	17
				Компании вне листинга					
Продажа				Акция простая					
1	1000,00	Выписка с "депо"	ПР/ДС-100%	Срочная	15	Кризисное	159000,00	Сыр. обл.	Уздонмахсулот
2	1000,00	Выписка с "депо"	ПР/ДС-100%	Срочная	15	Кризисное	159000,00	Сыр. обл.	Уздонмахсулот
3	1000,00	Выписка с "депо"	ПР/ДС-100%	Срочная	15	Кризисное	160000,00	Сыр. обл.	Уздонмахсулот
4	1050,00	Выписка с "депо"	ПР/ДС-100%	Срочная	15	Кризисное	518700,00	Нав. обл.	Узбалик
5	1000,00	Выписка с "депо"	ПР/ДС	Срочная	15	Кризисное	1364000,00	РК	Узсаноатхужалик
6	1345,00	Выписка с "депо"	ПР/ДС	Срочная	15	Кризисное	2638890,00	РК	Узбекмебель
7	800,00	Выписка с "депо"	ПР/ДС	Срочная	15	Кризисное	3175200,00	РК	Узагрокиметаъм
8	1000,00	Выписка с "депо"	ПР/ДС	Срочная	15	Кризисное	868000,00	РК	Узсаноатхужалик

№ п/п	Цена предл.	Гарантии	Условия расчетов	Тип сделки	Срок испол.	Фин. сост.	На сумму	Регион	Ассоциация
1	9	10	11	12	13	14	15	16	17
9	880.00	Выписка с "депо"	ПР/ДС	Срочная	15	Кризисное	302720.00	РК	Узагрокиметаъм.
10	1500.00	Выписка с "депо"	ПР/ДС	Срочная	15	Кризисное	3750000.00	Бух. обл.	Узбекнефтегаз
11	400.00	Выписка с "депо"	ПР/ДС-100%	Срочная	15	Кризисное	4545600.00	Сам. обл.	Узплодоовощсбин.
12	780.00	Выписка с "депо"	ПР/ДС	Срочная	15	Кризисное	884520.00	РК	Терсавдо
13	1408.00	Выписка с "депо"	ПР/ДС	Срочная	15	Кризисное	619520.00	РК	Узбекмебель
14	1100.00	Выписка с "депо"	ПР/ДС	Срочная	15	Кризисное	11795300.00	РК	Терсавдо
Итого по группе: 35640 ценных бумаг на сумму 30940450.00									

№ п/п	Код БК	№ заявки	Категория ЦБ	Наименование эмитента	Лотов	Кол-во	Номинал
1	2	3	4	5	6	7	8
Приватизированные предприятия							
Продажа				Акция простая			
15	45	10527	На предъяв.	Нам. вил. "Наманганазсувкурилиш"	1279	1279	1000.00
16	45	10529	На предъяв.	Янгикургон. тум. "Кандиен" ХЖ Нам. вил.	1852	1852	1000.00
17	45	10530	Именная	АО "Наманганкурилиш"	4847	4847	476.00
18	214	10391	Именная	ОАО "Тахиаташ-агрохимсервис" РК	2093	2093	760.00
19	247	10824	Именная	Сур. вил. "Сурхан-дори-дармон" ДАЖ	6335	6335	100.00
20	268	10824	Именная	АО "Той-Тепинский АТП" Таш. обл.	1602	1602	500.00

№ п/п	Цена предл.	Гарантии	Условия расчетов	Тип сделки	Срок испол.	Фин. сост.	На сумму	Регион	Ассоциация
1	9	10	11	12	13	14	15	16	17
Приватизированные предприятия									
Продажа				Акция простая					
15	1200.00	Выписка с "депо"	ПР/ДС-100%	Срочная	15	Вне листинга	1534800.00	Нам. обл.	Коммуналхизм.
16	1200.00	Выписка с "депо"	ПР/ДС-100%	Срочная	15	Вне листинга	2222400.00	Нам. обл.	Коммуналхизм.
17	874.00	Выписка с "депо"	ПР/ДС-100%	Срочная	15	Вне листинга	4236278.00	Нам. обл.	Узкурилишмат.
18	800.00	Выписка с "депо"	ПР/ДС	Срочная	15	Вне листинга	1674400.00	РК	Узагрокиметаъм.
19	500.00	Выписка с "депо"	ПР/ДС	Срочная	15	Вне листинга	3167500.00	Сур. обл.	Дори-Дармон
20	550.00	Выписка с "депо"	ПР/ДС	Срочная	15	Вне листинга	881100.00	Таш. обл.	Узавтотранс
Итого по группе: 18008 ценных бумаг на сумму 13716478.00									
Итого по сессии: 53648 ценных бумаг на сумму 44656928.00									

6. Брокерские места, реализуемые в порядке и на условиях, установленных положением о брокерском месте.

Ценные бумаги иностранных эмитентов также могут включаться в биржевой официальный список. Решение о включении и исключении из биржевого официального списка ценных бумаг принимается Экспертно-котировальной комиссией на основании результатов проведения экспертизы. Для прохождения экспертизы и включения ценных бумаг в биржевой официальный список эмитент подает бирже заявление и ряд определенных биржей документов. Документы должны быть заверены предприятием, а показатели финансовой отчетности подтверждены независимой аудиторской организацией. В процессе анализа сведений, представленных эмитентами, в документах определяются показатели финансовой устойчивости, ликвидности, рыночной активности, рассматривается деловая репутация эмитента, его надежность и т.п. Анализ проводится экспертно-аналитическим управлением, после чего результаты анализа с соответствующими рекомендациями о включении либо отказе от включения ценных бумаг в биржевой официальный список передаются Экспертно-котировальной комиссии, которая принимает окончательное решение.

В случае отрицательного решения о включении ценных бумаг в биржевой официальный список эмитент может повторно представить документы к рассмотрению только после сдачи баланса за следующий отчетный период в государственную налоговую инспекцию.

При положительном решении Экспертно-котировальной комиссии ценные бумаги эмитента допускаются к биржевым торгам. Однако предприятие-эмитент обязано представлять на биржу ежеквартальные финансовые отчеты, которые анализируются биржей. При этом в случае необходимости биржа может потребовать у эмитента дополнительную информацию. Непредставление информации бирже эмитентом влечет за собой приостановку торгов по ценным бумагам данного эмитента, перевод его в другую категорию либо полное исключение из биржевого официального списка. Таким образом, осуществляется последующий контроль за финансовым состоянием эмитента со стороны биржи с целью защиты прав инвесторов.

Биржа обеспечивает закрытое рассмотрение документов предприятия на включение в биржевой официальный список. Если же документы включены в список, то биржа вправе распространять информацию, содержащуюся в переданных документах в объеме, предусмотренном требованиями законодательства о раскрытии информации, а также другую информацию об эмитенте, согласованную с ним. Фондовая биржа регулярно публикует биржевой официальный список фондовых ценностей в средствах массовой информации, рас-

пространяет его среди заинтересованных лиц.

✓ **Перечень документов, представляемых на РФБ "Тошкент" для проведения процедуры листинга ценных бумаг**

1. Заявление о проведении процедуры листинга.
2. Учредительные документы (с изменениями и дополнениями).
3. Заверенные копии свидетельства о государственной регистрации предприятия.
4. Приказ Госкомимущества (если АО создано на базе государственного предприятия).
5. Лицензии на проведение работ и оказание услуг, требующих лицензирования.
6. Выписка из протокола общего собрания акционеров о принятии решения о дополнительном выпуске ценных бумаг.
7. Копия договора о депозитарном обслуживании.
8. Зарегистрированный проспект эмиссии ценных бумаг и проспекты эмиссии ценных бумаг предыдущих выпусков.
9. Справка о предыдущих эмиссиях ценных бумаг АО.
10. Бухгалтерские балансы (форма № 1) с пояснительными записками за последние три завершенных финансовых года либо за каждый завершенный финансовый год с момента образования.
11. Отчет о финансовых результатах (форма № 2) за последние три завершенных финансовых года либо за каждый завершенный финансовый год с момента образования.
12. Отчет о движении основных средств (форма № 3) за последний финансовый год.
13. Отчет о денежных потоках (форма № 4) за последний финансовый год.
14. Отчет о собственном капитале (форма № 5) за последний финансовый год.
15. Справка о дебиторской и кредиторской задолженностях - приложение к балансу (форма № 2а) за последний финансовый год и на момент подачи заявления.
16. Бухгалтерский баланс (форма № 1) по состоянию на конец последнего квартала перед подачей заявления о включении в Биржевой официальный список.
17. Отчет о финансовых результатах (форма № 2) по состоянию на конец последнего квартала перед подачей заявления о включении в Биржевой официальный список.
18. Аудиторское заключение за последний завершенный финансовый год и за отчетный период текущего года.
19. Бизнес-план или технико-экономическое обоснование проекта, содержащего сведения о направлении использования средств, мобилизуемых путем размещения ценных бумаг (в случае дополнительной эмиссии).
20. Сведения о реестродержателе.
21. Общие сведения по реестру акционеров.
22. Список лиц, входящих в органы управления акционерного общества с указанием их доли участия в уставном фонде.
23. Список крупнейших акционеров (держащих более 5% доли от уставного фонда).
24. Отчет об итогах выпуска ценных бумаг, утвержденный государственным органом.
25. Годовой отчет по ценным бумагам за последний финансовый год, утвержденный государственным органом.
26. Копия платежного поручения об оплате услуг по проведению экспертизы представленных документов.
27. Иные документы и сведения по усмотрению эмитента.
28. Перечень документов, фактически представленных на рассмотрение в экспертно-аналитическое управление биржи.

Отнесение ценных бумаг к категории ценных бумаг, характеризующихся ликвидностью, рыночной активностью, устойчивым финансово-хозяйственным положением эмитента, называется листингом ценных бумаг. Соответственно листинговыми предприятиями являются предприятия, чьи ценные бумаги прошли процедуру листинга, удовлетворяют листинговым требованиям и включены в биржевой официальный список по категории листинговых. Процедура листинга ценных бумаг занимает важное место в ряду процедур допуска ценных бумаг к биржевым торгам. Для включения ценных бумаг в биржевой официальный список по категории листинговых предприятий эмитент либо его уполномоченный посредник подают заявление о листинге по установленной форме в Листинговую комиссию. Постоянно действующая листинговая комиссия создана специально для отбора и включения в листинг ценных бумаг Листинговых предприятий.

Заявление может быть подано как на *первичный листинг*, так и на *листинг дополнительной эмиссии*. К заявлению о первичном листинге эмитент должен приложить документы и информацию в соответствии с утвержденным биржей перечнем.

Ценные бумаги листинговых предприятий, включенные в биржевой официальный список, разделяются на группы A, B, C и D.

ТРЕБОВАНИЯ, ПРЕДЪЯВЛЯЕМЫЕ К ЭМИТЕНТАМ, ДЛЯ ВКЛЮЧЕНИЯ ИХ В БИРЖЕВОЙ ОФИЦИАЛЬНЫЙ СПИСОК ПО КАТЕГОРИИ ЛИСТИНГОВЫХ

Показатели	Группа			
	A	B	C	D
Для открытых акционерных обществ				
1. Срок деятельности предприятия не менее (лет)	3	2	1	1
2. Оплаченный уставный капитал не менее (млн. сумов)	1000	500	200	100
3. Дополнительная эмиссия ценных бумаг не менее (млн. сумов)	100	50	25	20
4. Совокупные активы (млн. сумов)	1500	750	300	150
5. Количество акционеров не менее (лиц)	2000	1000	500	150
6. Безубыточная работа не менее (лет)	3	2	1	1
Для акционерно-коммерческих банков				
1. Срок деятельности банка не менее (лет)	5	4	3	
2. Оплаченный уставный капитал не менее (млн. сумов)	1000	500	200	
3. Эмиссия ценных бумаг не менее (млн. сумов)	200	100	50	
4. Безубыточная работа банка (лет)	В течение всего срока деятельности	Не более одного убыточного года за весь период деятельности		
Для инвестиционных фондов				
1. Срок деятельности не менее (лет)	3	2	1	1
2. Оплаченный уставный капитал не менее (млн. сумов)	500	200	100	10
3. Эмиссия ценных бумаг не менее (млн. сумов)	500	200	100	10
4. Безубыточная работа не менее (лет)	3	2	1	1

Заявление о листинге ценных бумаг и прилагаемые к нему документы рассматриваются Листинговой комиссией биржи в течение 30 календарных дней. Комиссия состоит из сотрудников биржи и

возглавляется председателем, который выбирается из состава членов Правления. Листинговая комиссия осуществляет экспертизу финансового состояния эмитента и составляет заключение о возможности включения ценных бумаг в биржевой официальный список по той или иной категории.

Заявления о листинге облигаций и векселей корпоративных ценных бумаг, а также производных ценных бумаг рассматриваются только при условии наличия в биржевом официальном списке акций данного акционерного общества. В биржевой официальный список по категории листинговых предприятий включаются ценные бумаги эмитентов, полностью разместивших эмиссии. Эмиссия ценных бумаг считается размещенной только после полной оплаты стоимости всех выпущенных ценных бумаг. Решение о включении ценных бумаг в биржевой официальный список принимается правлением биржи после заключения Листинговой комиссии.

Листинговая комиссия после первичной проверки поступивших к ней документов передает их на экспертизу в экспертно-аналитическое управление, которое проводит анализ финансово-хозяйственной деятельности эмитента. Экспертиза проводится экспертами биржи, но при необходимости могут привлекаться сторонние эксперты, а также независимые аудиторские организации. На основании проведенной экспертизы готовится официальное заключение о финансовом состоянии эмитента, которое передается для рассмотрения в Листинговую комиссию.

Листинговая комиссия рассматривает официальное заключение и выдает рекомендацию Правлению биржи о возможности включения ценных бумаг данного эмитента в биржевой официальный список. Листинговая комиссия может рекомендовать Правлению включить ценные бумаги эмитента в официальный список по категориям листинговых, предлистинговых, внелистинговых или отказаться от включения их в биржевой официальный список. На основе рекомендаций Листинговой комиссии Правление в течение недели принимает по данному вопросу окончательное решение.

После принятия решения о включении эмитента в биржевой официальный список по категории листинговых между биржей и эмитентом заключается специальный договор, после подписания которого эмитент приобретает статус листингового предприятия. Все расходы по включению ценных бумаг в биржевой официальный список несет сам эмитент. Сразу после включения предприятия в категорию

листинговых биржа публикует об этом сообщение в средствах массовой информации. Торги по акциям листинговых предприятий проводятся в специальной секции.

Эмитент, ценные бумаги которого включены в категорию листинговых, должен ежеквартально представлять на биржу финансовую отчетность. При достижении листинговым предприятием соответствующих показателей листинговая комиссия может осуществить перевод его ценных бумаг из одной группы (A, B, C, D) в другую.

В отношении ценных бумаг, находящихся в соответствующих секциях официального биржевого списка, могут быть предприняты следующие меры:

- приостановление нахождения ценных бумаг в биржевом официальном списке;

- ***делистинг - выведение ценных бумаг эмитента из соответствующей категории биржевого официального списка или исключение из него.*** Различают *временный* делистинг, *постоянный* делистинг и *абсолютный* делистинг.

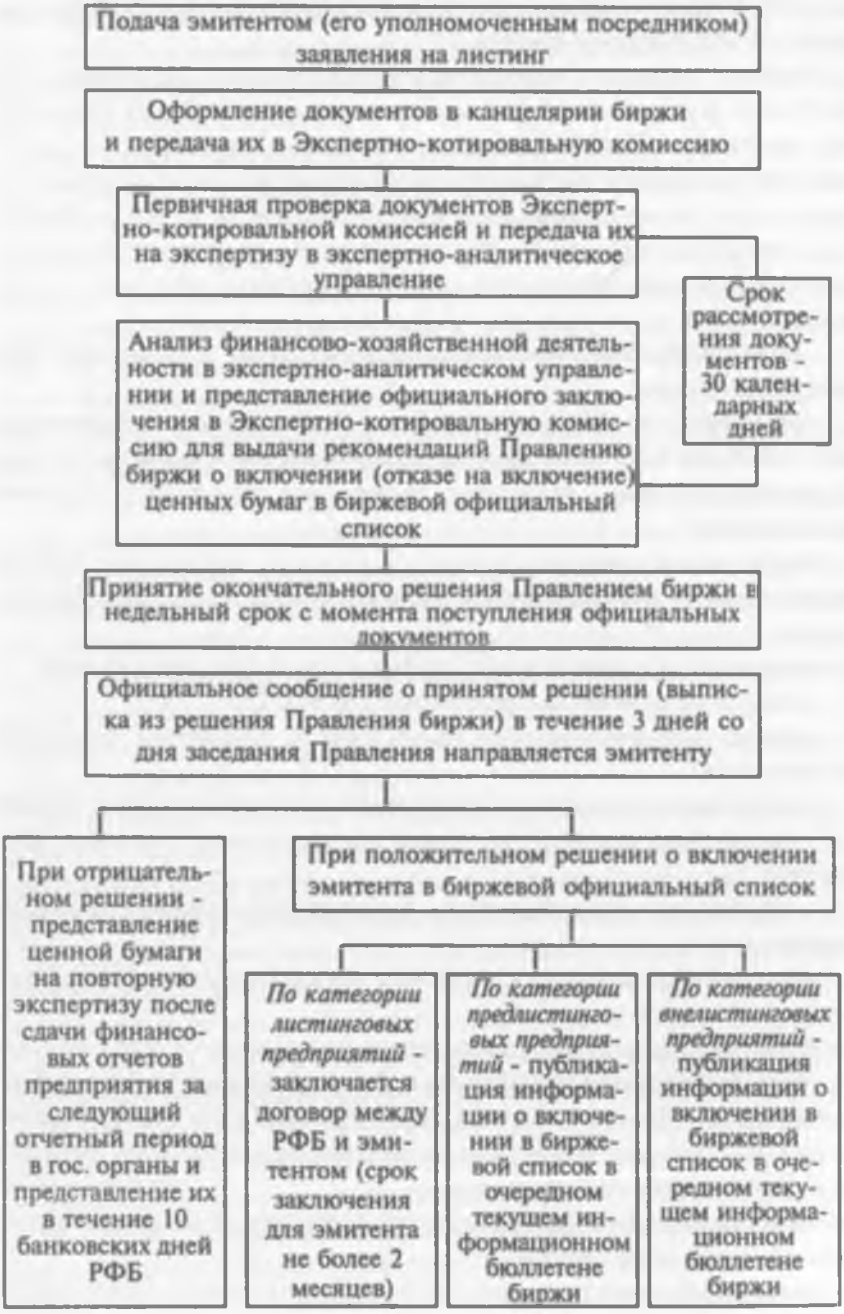
Биржа может временно приостановить нахождение ценных бумаг эмитента в биржевом официальном списке по следующим причинам:

- решение государственного органа о закрытии предприятия;
- снижение одного из показателей группы D;
- ухудшение финансового положения и появления признаков убыточности;
- нарушение листинговым предприятием условий договора с биржей;
- нарушение предлистинговым предприятием соглашения с биржей;
- нарушение внелистинговым предприятием правил биржевой торговли;
- нарушение предприятием официального биржевого списка правил ведения реестра.

Делистинг ценных бумаг листингового предприятия может быть временным, постоянным, абсолютным. В случае временного делистинга ценные бумаги эмитента переводятся в категорию предлистинговых. При постоянном делистинге ценные бумаги эмитента переводятся в категорию внелистинговых. При абсолютном делистинге ценные бумаги эмитента подлежат исключению из биржевого официального списка.

Временный делистинг ценных бумаг листингового предприятия

Схема процедуры листинга на РФБ "Тошкент"



означает, что ценные бумаги эмитента временно выводятся из официального биржевого списка по категории листинговых предприятий, по причине возникших у него проблем, которые могут быть устранены в течение достаточно короткого времени.

Постоянный делистинг в отношении ценных бумаг листинговых предприятий может быть произведен по следующим причинам:

- неудовлетворительное финансовое состояние предприятия;
- наличие убытков по итогам отчетного периода;
- нераскрытие или несвоевременное раскрытие важной для инвесторов информации;
- невыполнение обязательств финансового характера перед биржей;
- залог или выдача гарантий под активы на сумму, превышающую сумму долгосрочных активов предприятия;
- решение хозяйственного суда по предъявленным судебным искам;
- невыплата установленных дивидендов по акциям и процентов по облигациям, непогашение облигаций;
- непредставление информации, запрошенной биржей;
- представление ложной, неполной информации бирже;
- снижение рыночной стоимости акций с момента включения их в биржевой официальный список более чем на 50 процентов;
- снижение рыночной стоимости облигаций с момента включения их в биржевой официальный список более чем на 20 процентов;
- объем сделок с данной ценной бумагой на биржевых торгах, начиная с третьего месяца со дня включения ее в биржевой официальный список, за один календарный месяц составляет менее 0,5 млн. сумов.

Абсолютный делистинг в отношении ценных бумаг листингового предприятия может быть произведен по следующим причинам:

- эмиссия ценных бумаг без государственной регистрации, раскрытия информации;
- решение государственного органа об аннулировании регистрации эмиссии ценных бумаг;
- решение государственного органа о принудительной санации и банкротстве;
- в случае реорганизации и изменении уставной деятельности;
- в случае прекращения деятельности или сокращения значительной части своих операций;
- несоответствие листингового предприятия листинговым требованиям;

- значительное сокращение активов и масштабов операций;
- регулярное нарушение договорных обязательств с биржей;
- несоблюдение правил и норм биржи;
- отмена или признание недействительными каких-либо лицензий на основную деятельность предприятия, осуществление основной деятельности без соответствующей лицензии;
- незаконное использование важной конфиденциальной информации и т.п.

Делистинг ценных бумаг предлистинговых предприятий может быть постоянным или абсолютным. В случае постоянного делистинга предлистингового предприятия ценные бумаги эмитента переводятся в категорию внелистинговых предприятий. При абсолютном делистинге ценных бумаг предлистингового предприятия его ценные бумаги подлежат исключению из биржевого официального списка.

Делистинг ценных бумаг внелистингового предприятия может быть только абсолютным, при котором ценные бумаги эмитента подлежат исключению из биржевого официального списка.

✓ **Котировка цен на ценные бумаги**

Важной частью работы Экспертно-котировальной комиссии является котировка цен на ценные бумаги. ***Котировка на фондовой бирже - это выявление и фиксирование цен заключенных на бирже сделок, а также другой рыночной информации, характеризующей конъюнктуру рынка*** (соотношение спроса и предложения). Котировка может производиться как по результатам биржевого дня, так и в процессе торга (так называемая текущая или промежуточная котировка). Это зависит от интенсивности биржевой торговли, величины оборота ценных бумаг. При незначительном количестве сделок производится только итоговая котировка, при крупной биржевой торговле возникает необходимость определения уровня цен в течение биржевого дня.

Роль котировки на фондовой бирже различна в зависимости от вида сделок, которые, как было отмечено выше, подразделяются на кассовые или срочные.

В настоящее время на РФБ "Тошкент" осуществляется торговля реальными ценными бумагами. При этом котировка цен на них носит справочный характер и служит для участников биржевой торговли ориентиром в определении уровня цен на продаваемые и покупаемые ценные бумаги.

Котировка осуществляется Экспертно-котировальной комиссией фондовой биржи по результатам предыдущего биржевого торга

(например, вчерашнего дня). Таким образом, цены котировки не являются заранее установленными для данного биржевого торга, а служат информацией о вчерашнем состоянии рынка. Это необходимо для правильного определения продавцами и покупателями рыночной ситуации (уровней цен на продаваемые или покупаемые ценные бумаги) на бирже. Место котировки можно продемонстрировать следующей схемой:

1. Уровень цен прошлого биржевого дня	2. Конъюнктура рынка (соотношение спроса и предложения) прошлого биржевого дня
3. Уровень цен сегодня	4. Конъюнктура рынка (соотношение спроса и предложения) текущего биржевого дня

То есть, если мы имеем данные о ценах прошлого биржевого дня и условия, в которых они сформировались, - конъюнктуру рынка прошлого дня, а также условия (конъюнктуру рынка) на бирже сегодня, информация о которых высвечивается на мониторах или информационных табло, то можно с достаточной степенью точности определить примерный уровень цен сегодня. Именно 1-й и 2-й секторы схемы составляют сущность котировки на сегодняшней фондовой бирже.

Значение котировки цен несколько отлично при срочных сделках. В заключаемых на срок договорах (с исполнением контракта в определенное время в будущем) цены сделок не всегда указываются. Тогда эти контракты будут исполнены по ценам, сложившимся в тот день, когда по условиям договора сделка должна быть исполнена. Таким образом, цены котировки этого дня становятся не просто ориентиром для брокеров, а установленной для такой сделки ценой.

Следует иметь в виду, что в понятие котировки цен входит не только определение рыночных цен (котировка в узком смысле слова), складывающихся под воздействием спроса и предложения. Понятие котировки предполагает включение в него цены спроса и цены предложения, цены на начало биржевого дня и цены на конец биржевого дня, максимальных и минимальных уровней цен за определенный период и т.п.

Помимо фондовых бирж, котировка цен на ценные бумаги может производиться дилерами на внебиржевом рынке. Котировка цен самими эмитентами запрещена.

ГЛАВА 44. МЕХАНИЗМ ПРОВЕДЕНИЯ БИРЖЕВЫХ ТОРГОВ

К биржевым торгам допускаются лица как с правом, так и без права заключения сделок. Право заключения сделок на биржевых торгах имеют только члены биржи или их представители, действующие по доверенности. К биржевым торгам без права заключения сделок допускаются сотрудники биржи, представители контролирующего органа. К ним относятся:

- Председатель Правления биржи и его заместители;
- главный маклер биржи;
- маклеры, осуществляющие проведение торгов по секциям и региональным подразделениям биржи;
- помощники брокеров (не более одного от каждой брокерской конторы);
- специалисты биржи в количестве, определяемом решением Правления биржи;
- биржевой инспектор органа, осуществляющего контроль за фондовым рынком республики.

Председатель Правления биржи, его заместители, а также биржевой инспектор имеют право оперативного вмешательства в ход проведения торгов вплоть до их приостановления, полного прекращения и закрытия торговой сессии. Главный маклер может проводить торги в любой секции и в любом региональном подразделении биржи. Он контролирует правильность исполнения маклерами своих обязанностей и регистрирует заключенные сделки в течение всего торгового дня. Маклеры, ведущие торги в секциях торгового зала и региональных подразделений биржи, также имеют право фиксировать совершенные брокерскими конторами сделки.

Маклерский состав биржи обязан иметь квалификационные аттестаты на право совершения операций с ценными бумагами органа по контролю за рынком ценных бумаг, свидетельства о прохождении обучения работе на автоматизированном рабочем месте в электронно-торговой системе, а также сертификаты квалификационной комиссии фондовой биржи. Служащие биржи не имеют права участвовать в биржевых сделках с ценными бумагами, создавать свои брокерские конторы, использовать или передавать служебную информацию для осуществления биржевых операций.

Все присутствующие в торговом зале во время торгов обязаны иметь при себе соответствующие документы. Гости и посетители фондовой биржи могут находиться и наблюдать за торгами по специальному разрешению руководства биржи на смотровой площадке в присутствии сопровождающего. Пропускной режим и идентификацию

участников и других лиц, допущенных к торгам, осуществляет соответствующее управление биржи.

Торги проводятся в операционном (торговом) зале фондовой биржи, а в регионах - в местах, определенных Правлением биржи. Торги по различным видам ценных бумаг могут проходить в различных местах торгового зала (секциях, площадках) либо в различное время в одном месте. Правление утверждает официальное биржевое время и график торгов. Торговля вне утвержденного графика не допускается.

Торговля ценными бумагами приватизируемых предприятий на бирже организуется в форме аукциона электронным способом. Все операции в электронной торговой системе осуществляются в режиме реального времени с использованием всех терминалов (компьютеров) биржевой торговой электронной системы, расположенных в торговом зале биржи и ее региональных отделениях. Брокеры имеют равные права доступа к торговой системе биржи. За каждым представителем брокерской конторы закреплен терминал, с помощью которого совершаются сделки по купле-продаже ценных бумаг, оформляются заключенные договора (контракты). Им предоставлена возможность пользоваться справочной информацией об эмитентах, имеющейся в базе данных биржи. Если представители брокерской конторы не имеют допуска к системе, брокерская контора вправе торговать непосредственно через специалиста биржи, находящегося в торговом зале.

Для исключения несанкционированного доступа в торговую систему перед началом торгов для идентификации брокерской конторы брокер вводит в систему свой пароль. Брокеры не имеют права разглашать свой пароль, а также входить в торговую систему под чужим паролем. За нарушение данного правила к брокерским конторам применяются штрафные санкции.

Брокерские конторы могут участвовать в торгах как с использованием, так и без использования заявок. Заявки на куплю или на продажу подаются на биржу в письменном виде по типовой форме, в которой указываются реквизиты брокерской конторы, ценной бумаги и ее эмитента, предполагаемые условия сделки. Дополнительно представляется приложение к заявке, содержащее более подробные данные по эмитенту и проспекту эмиссии, а также поручение на изменение статуса счета "депо" (блокирование), удостоверяющее право брокерской конторы быть распорядителем данных ценных бумаг.

Необходимые реквизиты всех вышеперечисленных документов вводятся ответственным работником биржи в электронную торговую систему, которая формирует в модуле учета заявок список заявок по ценным бумагам, выставляемым на предстоящую торговую сессию.

Находящиеся в областях брокерские конторы подают соответствующие документы в дочерние хозяйственные общества биржи, откуда их реквизиты по факсу или электронной почте пересылают на РФБ "Тошкент".

После приема всех заявок, согласно утвержденному Правлением графику, формируется список заявок на предстоящую торговую сессию, который сами брокеры могут получить в распечатанном на бумаге виде за один час до начала торгов или в электронной форме с терминалов торгового зала биржи.

За час до начала торговой сессии сотрудники биржи начинают готовить электронную систему и проверять ее работоспособность. Брокерам разрешается в это время находиться в операционном зале и пользоваться справочной информацией об эмитентах, имеющейся в базе данных биржи.

Брокер вправе снять заявку, включенную в список заявок, без применения к нему штрафных санкций не позднее чем за 30 минут до начала торгов в случае, если он выступает от имени Госкомимущества Республики Узбекистан[1], подав письменное заявление главному маклеру, с указанием причины снятия. В других случаях он имеет право снять заявку до момента объявления маклером соответствующей позиции на торгах. На следующую торговую сессию снятые брокером позиции не выставляются, а для повторного выставления брокер должен заново подать на биржу необходимые документы.

Брокеры, имеющие позиции, включенные в список заявок на торговую сессию, обязаны присутствовать на ней в момент объявления маклером этих позиций. В противном случае к ним применяются соответствующие санкции.

После объявления о начале торгов биржевой маклер запускает электронную торговую систему, которая, согласно программе, "посылает" на рассмотрение брокеров одну позицию за другой. На каждую позицию отводится 15 секунд. За это время брокер может:

- запросить снижения цены предложения;
- запросить "разбивки" выставленного пакета на части;
- запросить дополнительную информацию через систему электронной почты;
- послать заявку на покупку или на продажу ценных бумаг.

В случае принятия решения о заключении сделки по конкретной позиции брокер посылает запрос в торговую систему на покупку или продажу ценных бумаг по ней, и если в течение 20 секунд не поступит новой заявки от какой-либо другой брокерской конторы, маклер фиксирует сделку, что отображается на всех терминалах торгового зала, региональных отделах биржи, а также электронных

[1] В настоящее время в качестве основного брокера (андеррайтера) Госкомимущества, выставляющего акции приватизируемых предприятий, является государственная инвестиционная компания "Давинком".

биржевых табло. Если же на рассматриваемую позицию поступили заявки от двух или более брокерских контор, между ними проводится аукцион, который транслируется по всем терминалам. В аукционе выигрывает брокер, предложивший более высокую цену. Он же становится стороной сделки. При поступлении запроса по позиции, выставленной брокером, отсутствующим в момент объявления позиции, маклер вправе зафиксировать сделку в соответствии с поданной заявкой, однако если заявки поступили сразу от нескольких брокерских контор, позиция с торгов снимается.

✓ **Особая роль маркет-мейкеров**

Маркет-мейкеры, или официальные дилеры, осуществляют на бирже операции с ценными бумагами листинговых предприятий как за счет собственных, так и за счет привлеченных (заемных) средств. Для подтверждения наличия собственных и привлеченных средств маркет-мейкер депонирует денежные средства в расчетно-клиринговой организации, обслуживающей биржу. До начала торгов маркет-мейкер депонирует также в депозитарии ценные бумаги. Чтобы подтвердить депонирование и, таким образом, готовность к работе, маркет-мейкер предъявляет на биржу: выписки со счета "депо" в депозитарии о наличии ценных бумаг на собственном счете "депо", а также о наличии ценных бумаг на счете "депо" листингового предприятия; раздельные выписки о наличии собственных и заемных средств на своем счете в расчетно-клиринговой организации.

Заблаговременно или в процессе торгов каждый маркет-мейкер официально объявляет твердые стартовые цены покупки и продажи ценных бумаг путем ввода данных в электронную торговую систему. Заключение сделок с лицами, обратившимися к маркет-мейкеру с предложениями о покупке или продаже ценных бумаг, производится точно в соответствии с заранее объявленными ценами и количеством. Уклонение маркет-мейкера от заключения сделок не допускается и расценивается как нарушение, которое регистрируется в отчете государственного инспектора.[1] Кроме цены, маркет-мейкер может объявить минимальное и максимальное количество покупаемых или продаваемых ценных бумаг, а также срок, в течение которого действуют объявленные цены. Если эти условия в объявлении не указаны, договор купли-продажи ценных бумаг заключается на условиях, предложенных клиентом.

При работе маркет-мейкера на листинговой площадке он не может выступать в качестве брокера и дилера в одной и той же сделке, то есть покупать и продавать от своего имени, и получать с другого

[1] Маркет-мейкера, нарушившего этот порядок, по решению квалификационной комиссии биржи могут лишить его статуса.

участника сделки соответствующую комиссионную плату. Сочетая собственные дилерские операции со сделками по обслуживанию листингового предприятия, маркет-мейкер не имеет права от своего имени покупать ценные бумаги по цене ниже или равной (соответственно продавать по цене выше или равной) объявленной, пока он не выполнит всех имеющихся у него по этой цене приказов. Кроме того, он не имеет права пересекать приказы, то есть объединять поручения на покупку и продажу одинаковой партии по одной и той же цене.

Деятельность маркет-мейкеров на РФБ "Тошкент" регулируется специальным Положением о статусе официального дилера (маркет-мейкера), утвержденного 8 марта 1998 г.

✓ **Участие в торгах региональных подразделений**

Брокеры, находящиеся в региональном отделении биржи, называют ответственному специалисту позиции, по которым они хотели бы произвести сделку. После получения такой заявки ответственный специалист во время торгов посылает главному маклеру запрос в торговый зал с указанием соответствующих позиций. Получив запрос, главный маклер посылает всем брокерским конторам как в торговом зале, так и находящимся в региональных подразделениях биржи, запрос о предложениях по указанным позициям и, получив положительный ответ, переходит на запрошенные позиции. После фиксации сделки главный маклер возвращается на позицию, по которой была прервана последовательность торгов. В случае возникновения аукциона между брокерскими конторами, находящимися в региональном подразделении, ввод в торговую систему заявок от брокерских контор осуществляется ответственным специалистом в последовательности их поступления, а шаг аукциона назначается главным маклером, находящимся в торговом зале.

Во время торговой сессии ведется протокол, который по окончании торгов подписывает главный маклер биржи и биржевой инспектор. В течение часа после окончания торгов региональные подразделения высылают свой экземпляр протокола на биржу, подписанный ответственным специалистом и помощником биржевого инспектора, находящимся в данном отделении. После окончания торговой сессии брокеры, заключившие сделки в торговом зале, заполняют карточку регистрации сделки и договора купли-продажи.

В случае технических сбоев в торговой системе главный маклер может временно приостановить торги и при необходимости перенести их на следующий день. Региональное отделение биржи может подать Правлению биржи официальное заявление о произошед-

шем техническом сбое. В этом случае назначается служебное расследование, по результатам которого на виновных может быть наложен штраф.

✓ **Регистрация и оформление сделок**

Сделка на фондовой бирже считается заключенной с момента ее регистрации на основе устного согласия сторон, зафиксированного главным маклером в ходе торговой сессии. Правилами осуществления операций с ценными бумагами на РФБ "Тошкент" утвержден алгоритм действий участников торгов, которого они должны строго придерживаться.

При совершении брокером (по поручению клиента) сделки брокер-продавец первым предоставляет контрагенту по заключенной сделке:

- гарантии о наличии ценных бумаг;
- карточку регистрации сделки, подписанную брокером, заключившим сделку, в одном экземпляре;
- договор купли-продажи, подписанный брокером, заключившим сделку, в трех экземплярах (если это предусмотрено правилами проведения торгов в данной секции).

Брокер-покупатель предоставляет контрагенту по заключенной сделке:

- гарантии по оплате заключенной сделки;
- подписывает карточку регистрации сделки, подписанную брокером-продавцом;
- подписывает договора купли-продажи, подписанные брокером-продавцом, в трех экземплярах.

Если какая-либо из сторон отказывается оформлять сделку, ее действия расцениваются как нарушение правил биржевой торговли. После заключения биржевой сделки и подписания договора купли-продажи брокер предоставляет клиенту отчет по установленной форме. После окончания торговой сессии службой регистрации и оформления сделок (в региональных подразделениях ответственными специалистами) в течение двух часов готовятся оперативные данные об итогах торгов на основании торговой сессии за подписью Председателя Правления биржи и главного маклера. Кроме того, в течение часа оформляются карточки регистрации сделок и договора купли-продажи с подписями брокеров, заключивших сделки, и визами ответственных специалистов биржи. На договоре проставляются штамп и номер, подпись главного маклера, после чего он считается зарегистрированным. При этом в учетный регистр биржи заносится соответствующая запись. Договор оформляется в трех экземплярах: по одному выдается брокерам-контрагентам, а один

остается на бирже.[1]

Стороны, заключившие сделку на бирже, оплачивают ей комиссионный сбор. Сбор должен быть перечислен в течение 5 дней после заключения сделки по договоренности между брокерской конторой и клиентом, одним из них, однако в случае нарушения сроков оплаты все претензии предъявляются биржей брокерской конторе, которая в соответствии с договором на предоставление услуг по совершению сделок с ценными бумагами РФБ "Тошкент" является ответственной за обеспечение платежа.

✓ **Торговля в секции рынка корпоративных ценных бумаг**

Начиная со II квартала 2000 года на РФБ "Тошкент" функционирует секция корпоративных ценных бумаг, предназначенная для торговли ценными бумагами только на вторичном рынке, в соответствии со специально утвержденными биржей правилами, согласованными с органом, регулирующим рынок ценных бумаг. В этой секции осуществляется торговля акциями *листинговых*, *предлистинговых* и *внелистинговых* предприятий. Торговля в этой секции может проводиться по технологии непрерывного двойного аукциона с *автоматической котировкой*, при которой осуществляется автоматическая система сверки и подбора контрагентов, а также по технологии *акцептных сделок*, которая предусматривает ручную систему подбора и сверки контрагентов, являющуюся дополнением системы с автоматическим заключением сделки.

Выбор технологии заключения сделки зависит от метода подачи брокерами заявок и осуществляется по их желанию. Ввод заявок брокерами в систему торгов производится с момента начала торговой сессии и продолжается в ходе торгов до момента их окончания. Ввод в систему заявки является необходимым и достаточным свидетельством того, что подавший ее участник торгов согласен на заключение сделки на продажу по указанной в заявке цене и выше. Точно также ввод в систему заявки на покупку является необходимым и достаточным свидетельством того, что подавший ее участник торгов согласен на заключение сделки на покупку по указанной в заявке цене и ниже. Все введенные заявки поступают в так называемую "Книгу заявок", при этом неисполненные заявки отображаются на терминалах брокеров.

---

[1] В целях упрощения процедуры оформления биржевых документов в соответствии с решением Правления РФБ "Тошкент"от 7 апреля 2000 года за № 38 в Правила осуществления операций с ценными бумагами внесены изменения, предусматривающие отмену оформления договора купли-продажи ценных бумаг. Вместо него после торгов брокеры (если оформление договора купли-продажи не предусмотрено особенностями конкретной торговой секции) получают от биржи выписку из протокола торгов (реестра сделок)

Оформление брокерами заявок для включения последних в "Книгу заявок" происходит в виде "твердых котировок", которые могут быть *односторонними* или *двухсторонними*. Каждая из них объявляется под именем участника системы торгов, причем брокер, как и сама брокерская контора, несет ответственность за соответствие котировок установленным в системе торгов правилам. Заявки в виде односторонних "твердых котировок" могут подаваться всеми брокерами, непосредственно участвующими в торгах в течение торговой сессии, как от своего имени и за свой счет, так и по поручению и за счет клиента. Заявки в виде двухсторонних "твердых котировок" могут подаваться брокерами, имеющими поручение на покупку и продажу конкретных ценных бумаг одного эмитента от разных клиентов.

Все поступившие от брокеров заявки обрабатываются методом "непрерывного сопоставления заявок" и последовательно автоматически проверяются на наличие допустимых встречных заявок. При наличии последних происходит заключение сделки, которое не требует дополнительного согласия со стороны брокеров, подавших указанные заявки. Сделка заключается между поданной встречной заявкой, стоящей первой в очереди неудовлетворенных заявок на исполнение. Очередность устанавливается в соответствии с приоритетом цены и времени подачи заявки. При заключении сделки количество ценных бумаг, указанных в поданной заявке, уменьшается на ее объем, и это повторяется до тех пор, пока заявка не будет исполнена или не останется ни одной допустимой встречной заявки.

В системе торгов можно проводить "акцептные сделки", при которых, например, брокер-покупатель может заключить сделку с любым брокером-продавцом, выставившим заявки на продажу, путем подачи встречной заявки с идентичными параметрами.

При приеме каждой заявки система торгов автоматически фиксирует время ее ввода и присваивает ей идентификационный номер. Подача заявки в систему торгов означает *оферту (безоговорочное согласие)* брокера совершить сделку на условиях, указанных в заявке. Заявка на продажу (покупку), введенная в систему торгов с автоматическим заключением сделок по методу непрерывного сопоставления заявок ("автоматическая котировка"), является также офертой, адресованной всем брокерам. Заявка на покупку, введенная в систему торгов с акцептным заключением сделок ("акцептные сделки") брокером-покупателем, является офертой для выбранного

контрагента, представляющего брокера-покупателя. Все заявки связывают брокеров обязательствами перед другими участниками торгов с момента присвоения заявкам идентификационных номеров в системе торгов.

В заявке на заключение сделки должны быть указаны:

- направление сделки (на покупку или на продажу);
- код ценной бумаги;
- количество ценных бумаг, выраженное в лотах;
- цена за одну ценную бумагу (в сумах).

Кроме того, может быть указан и код брокерской конторы.

Заявки подаются брокерами с рабочих мест в торговом зале либо с удаленных рабочих мест. Заявки, находящиеся в очереди в системе торгов, могут быть сняты или изменены путем ввода брокером в систему торгов соответствующего распоряжения. Изменение брокером параметров заявки рассматривается как снятие первоначальной заявки и подача новой и влечет за собой ее перемещение в конец очереди по времени подачи.

✓ **Условия принятия заявки к исполнению**

Заявки принимаются по двум вариантам.

Вариант I - без депонирования ценных бумаг и денежных средств. В этом варианте заявка на продажу ценных бумаг принимается системой торгов к исполнению без проверки торговой системой наличия задепонированных ценных бумаг при выставлении брокером заявки на продажу. Член биржи несет ответственность за количество выставляемых акций. Выставляемые на торги акции он обязан заблокировать для торгов в обслуживающем биржу депозитарии. Заявка от брокера на покупку ценных бумаг принимается системой торгов к исполнению при условии, когда депонирования денежных средств от брокера не требуется и член биржи несет полную ответственность за оплату купленных акций согласно действующему законодательству.

При поступлении заявки от брокера на продажу ценных бумаг значение количества выставляемых акций не сверяется со значением количества задепонированных ценных бумаг в депозитарии и заявка принимается торговой системой. При поступлении заявки от брокера на покупку ценных бумаг значение денежной позиции не проверяется и заявка принимается торговой системой.

Вариант II - с депонированием ценных бумаг и денежных средств.

В этом варианте заявка на продажу ценных бумаг принимается



Сертификат акций акционерного общества **«Ёғ-мой таъминот»**
Выпуск 1996 года

Здание Республиканского биржевого центра, где расположены Центр ценных бумаг (ЦККФРЦБ), РФБ «Тошкент», Центральный и Национальный депозитарии, РКП «Элсис-Клиринг» и другие инвестиционные институты





Операционный зал Республиканской фондовой биржи «Тошкент».
Торги корпоративными ценными бумагами

Фондовый отдел Республиканской валютной биржи.
Торги государственными краткосрочными облигациями (ГКО)



системой торгов к исполнению при условии, если ее величина не превосходит позиции брокера по ценным бумагам. Заявка на покупку ценных бумаг принимается системой торгов к исполнению при условии, если величина предоплаты по ней не превосходит денежной позиции брокера-покупателя.

Величина предоплаты определяется, исходя из произведения установленного процента предоплаты и суммы выставляемой заявки. Процент предоплаты устанавливается Правлением биржи и доводится до брокерских контор за 5 дней до введения норматива. При этом сумма выставляемой заявки определяется, исходя из цены покупки одной ценной бумаги и количества ценных бумаг по данной позиции, предложенной брокером-покупателем. При поступлении заявки от брокера на продажу ценных бумаг значение позиции по ценным бумагам, указанное в данной заявке в системе торгов, автоматически уменьшается на количество ценных бумаг, которое необходимо для полного удовлетворения поданной заявки. Если получившийся результат отрицателен, то данная заявка в системе торгов не принимается к исполнению. При поступлении заявки от брокера на покупку ценных бумаг, значение денежной позиции в системе торгов уменьшается автоматически на сумму денежных средств из расчета установленного процента покрытия сделки, которая необходима для удовлетворения поданной заявки. Если получившийся результат отрицателен, то данная заявка не принимается к исполнению. Для определения суммы денежных средств, необходимых для удовлетворения поданной заявки, используется цена и количество ценных бумаг, указанных в заявке, а также размер предоплаты по данной ценной бумаге.

✓ **Удовлетворение заявок**

В ходе торговой сессии данного торгового дня принимают участие заявки, поданные брокерами в течение данной торговой сессии и предыдущих сессий. Удовлетворение заявки осуществляется при пересечении ее ценовых условий с ценовыми условиями заявок противоположной направленности. Пересечение ценовых условий имеет место:

- для поданной заявки на покупку - при наличии заявок на продажу с ценами, не превышающими цены, которая указана в поданной заявке;

- для поданной заявки на продажу - при наличии заявок на покупку с ценами, не меньшими, чем цена, которая указана в подан-

ной заявке.

Заявки удовлетворяются в соответствии со следующими правилами:

- сделка осуществляется по цене заявки и указанию номера брокерской конторы, находящейся в "Книге заявок";
- размер заявки (количество ценных бумаг и сумма денежных средств) не влияет на ее приоритет.

Если заявка не удовлетворяется или удовлетворяется не полностью, то она (в размере неисполненной части) ставится в очередь "неудовлетворенных заявок" с ценой, указанной в заявке, а именно:

- первыми в очереди неудовлетворенных заявок на покупку находятся заявки с большими ценами;
- первыми в очереди неудовлетворенных заявок на продажу находятся заявки с меньшими ценами;
- среди неудовлетворенных заявок с равными ценами первыми в очереди находятся заявки, поданные раньше по времени.

Брокер может приостановить или досрочно завершить свое участие в торгах, при этом он может снять ранее введенные заявки, или оставить их до конца текущих торгов. Брокеры во время торгов имеют доступ к информации обо всех заявках (о ценах и совокупных объемах заявок по каждой цене), находящихся в очереди в системе торгов. Данная информация обновляется в режиме реального времени.

Моментом заключения брокером сделки с ценными бумагами считается момент ее фиксации и регистрации под соответствующим номером системой торгов. Информация о ценах и количестве ценных бумаг по каждой сделке доводится биржей для брокеров в сроки не позднее одной минуты после ее заключения.

Для всех заявок устанавливается *шаг цены*, под которым понимается минимально возможная разница между ценами, указанными в заявках на покупку или продажу ценных бумаг. Величина шага цены устанавливается равной (кратной) одному суму. В процессе торговли используется ***стандартный лот - минимально допустимое количество ценных бумаг в одной заявке***. Количество стандартных лотов может задаваться только целым числом. Как правило, в качестве стандартного лота принимается 1 (одна) ценная бумага.

По окончании торговой сессии в системе торгов все не снятые неудовлетворенные заявки сохраняются. После окончания торгов в системе торгов формируется, подписывается маклером и затем передается брокеру выписка из реестра сделок, в которой отражаются все сделки, заключенные брокером в течение торгов.

ГЛАВА 45. ВЗАИМООТНОШЕНИЯ БИРЖЕВЫХ БРОКЕРОВ И КЛИЕНТОВ. ВИДЫ ПРИКАЗОВ. ПОРЯДОК РАЗРЕШЕНИЯ СПОРОВ. БИРЖЕВЫЕ САНКЦИИ

Взаимоотношения биржевых брокеров с клиентами-покупателями или продавцами ценных бумаг могут носить как долговременный, так и краткосрочный характер. В первом случае они оформляются договорами на брокерское обслуживание, во втором - договорами поручения. Следует иметь в виду, что биржевые брокеры не просто автоматически заключают сделки по заказам клиентов, но и, в некотором роде, являются для них консультантами, номинальными держателями ценных бумаг, а также доверительными управляющими. В процессе заключения договоров брокеры должны соблюдать ряд формальностей, описанных нами в главе 23, а также предупреждать клиентов о возможных рисках, разъяснять сущность своих операций, необходимые положения правил биржевой торговли, в частности моменты, связанные с ответственностью за неисполнение сделки, порядком и направлением платежей, сроками их осуществления, видами и сущностью приказов на покупку или продажу ценных бумаг, уточнять и разъяснять клиентам не вполне понятные позиции договора-поручения. Между клиентом и брокером может быть подписан протокол согласования технических условий, в котором стороны обмениваются номерами телефонов, факсов, электронной почты и т.п., назначают доверенных лиц, ответственных за оперативное взаимодействие, определяют периодичность консультаций и отчетов.

Важное место при заключении договоров поручения на покупку или продажу ценных бумаг на биржевых торгах имеют *приказы* или *поручения*, которые предусмотрены правилами биржевой торговли и имеют стандартизированный характер.

Рыночный приказ - приказ на покупку или продажу определенных ценных бумаг по наиболее выгодной текущей цене, то есть приказ на покупку по самой низкой цене или на продажу по самой высокой цене на момент получения этого приказа.

Лимитный приказ - приказ на покупку или продажу ценной бумаги по специально оговоренной цене или на более выгодных условиях, т.е. приказ, в котором оговаривается минимальная цена продажи или максимальная цена покупки. Если этот лимит не достигается, приказ брокером выполняться не должен. В лимитном приказе на продажу оговариваемая цена всегда превышает текущую цену продажи (напротив, в лимитном приказе на покупку она всегда ниже текущей цены покупки). Например, клиент отдает приказ брокеру

приобрести акции акционерного общества "Тошкент гушт" по цене 100 сумов за акцию в тот момент, когда эти акции продаются по цене 100,5 сума. Если цена опустится до 100 сумов или ниже, брокер осуществит приказ. Если же цена не достигнет этого уровня (например, опустится только до 100,1 сума), брокер никаких действий предпринимать не должен. Допускается частичное выполнение лимитных приказов , т.е. если клиентом отдан приказ на продажу 500 акций по цене 100 сумов за акцию, а покупатель нашелся только на 200 акций, брокер продает 200 акций.

Стоп-приказ (буферный приказ) - приказ брокеру на куплю или продажу ценной бумаги в тот момент, когда цена достигает оговоренного в нем уровня. Это означает, что по достижении "буферной цены" приказ автоматически превращается в рыночный. Например, клиент дал своему брокеру приказ закупить 200 акций определенного акционерного общества, оговорив буферную цену - 800 сумов. После того, как цена достигнет 800 сумов, осуществляется сделка покупки по следующему же предложению на продажу, хотя цена по этому предложению может быть выше или ниже 800 сумов.

Буферный лимитный приказ - приказ брокеру на куплю или продажу ценной бумаги в тот момент, когда цена достигает оговоренного в нем уровня, то есть по достижении "буферной цены" приказ автоматически превращается в лимитный (а не в рыночный). Например, приказ "продать 100 "Тошкент гушт" по 500 не ниже 480,5 лимит" означает, что по достижении буферной цены 500 сумов за акцию будет осуществлена продажа 100 акций "Тошкент гушт", но цена за акцию не может быть ниже 480,5 сума. В противном случае приказ исполняться не должен.

К приказам могут быть даны оговорки.

"Все или никогда" - означает, что приказ должен быть исполнен немедленно в полном объеме или отменен.

"Исполнить или отменить" - означает, что при включении такой оговорки приказ может быть выполнен частично, а неисполненная часть аннулирована.

"В момент открытия" (или "в момент закрытия") - подразумевает, что приказ должен быть исполнен в числе первых (или в числе последних) после открытия (или перед закрытием) биржи.

"Цену не снижать" (или "цену не повышать") - означает, что цена, указанная в приказе, ни в коем случае не должна корректироваться в случае дробления ценных бумаг или при иных непредвиденных обстоятельствах.

Приказы также могут подразделяться на:

Приказ на день - действителен только на день торговли, который

указан клиентом. Все приказы расцениваются как приказы на один день, если это особо не оговорено.

Открытый приказ - действует до тех пор, пока клиент не отменит его или до тех пор, пока не будет выполнен.

Приказ *"Не принимаю на себя"* означает, что брокер не принимает на себя ответственность за упущенную возможность сделки с ценными бумагами клиента. Этот приказ позволяет брокеру использовать собственное суждение по определению цены и времени исполнения приказа в рамках лимита, определяемого клиентом.

Масштабный приказ - означает приказ клиента брокеру исполнить подряд несколько лимитированных приказов с различными условиями, но в одно и то же время. Целью приказа является достижение благоприятной "средней" цены покупки или продажи ценных бумаг.

Альтернативный приказ - означает поручение клиента купить или продать те или иные ценные бумаги. Как только приказ исполняется по одному из указанных клиентом наименований, другие заказы автоматически снимаются.

Перевод-приказ означает поручение клиента использовать выручку от продажи одних ценных бумаг для покупки других.

Приказ *"Все или ничего"* - означает поручение клиента продать или купить партию ценных бумаг целиком. Если брокер не может выполнить это условие, приказ отменяется.

По результатам состоявшихся торгов в случае невыполнения брокером приказа клиента брокер извещает его о причинах такого невыполнения. При этом за проделанную работу по выставлению заявки на торги, операции по предварительному блокированию ценных бумаг и денежных средств он вправе просить клиента о возмещении расходов на указанные операции. На практике в подавляющем большинстве случаев оказанные брокером услуги без заключения сделки клиентами не оплачиваются.

Если брокер совершил сделку, то он обязан представить клиенту отчет, в котором со ссылкой на исполнение заключенного ранее договора-поручения брокер предлагает клиенту произвести ряд действий и платежей, включая комиссионные бирже и самому брокеру, оплату услуг депозитарию и т.п. Споры, возникающие между брокерами и их клиентами в процессе выполнения договоров-поручений, точного соблюдения приказов, могут рассматриваться в общеустановленном порядке Конфликтной комиссией биржи либо в органах хозяйственного суда.

✓ **Порядок разрешения споров. Конфликтная комиссия**

В целях урегулирования спорных вопросов, возникающих в про-

ОТЧЕТ БРОКЕРА

Брокерская контора № _____ извещает Вас
Реквизиты Клиента _____,
что в соответствии с договором-поручением № _____ от "___"
_____ 200__г. на РФБ "Тошкент" совершена сделка:

1. Дата заключения сделки _____
2. Направление сделки _____
3. Тип сделки _____Срок расчетов _____
4. Валюта сделки _____
5. Порядок и формы расчетов _____
6. Форма передачи ц/б _____
7. Гарантии контрагента _____
8. Эмитент _____
9. Вид фондовых ценностей _____
10. Категория _____
11. Номинальная стоимость _____
12. Фикс. % в устав. фонде _____
13. Количество _____
14. Цена сделки _____
15. Сумма сделки _____
(прописью)

ПО РЕЗУЛЬТАТАМ СОСТОЯВШЕЙСЯ СДЕЛКИ НАДЛЕЖИТ ОПЛАТИТЬ:

1. Сумма _____согласно договору купли-продажи
(прописью)
№ _____ от "____" _____ 200___г.
на расчетный счет _____
2. Комиссионные биржи в размере _____
(прописью)
на расчетный счет _____
3. Оплата за изготовление наличных акций _____
(прописью)
на расчетный счет _____
4. Оплата услуг депозитария _____
(прописью)
на расчетный счет _____
5. Комиссионные брокеру в размере _____
согласно договору-поручению №___ от "___"_____200__г.
на расчетный счет _____

Брокер _____ Подпись брокера _____
(Ф.И.О.) М.П.

цессе проведения торгов, исполнения сделок, а также взаимоотношений между брокерами, брокерами и клиентами, брокерами и биржей на РФБ "Тошкент" создана и функционирует Конфликтная комиссия. Общее организационно-методическое руководство комиссией осуществляется Председателем Правления биржи, а текущее - председателем комиссии. Комиссия состоит из трех человек, которые назначаются Правлением биржи из числа ее сотрудников. Председателем комиссии может быть сотрудник биржи, имеющий высшее юридическое образование и стаж юридической работы не менее пяти лет. Комиссия рассматривает споры по заявлениям заинтересованных лиц, обращающихся за защитой либо восстановлением имущественных прав, содействует обеспечению защиты и законных интересов участников биржевой торговли, соблюдению ими законодательства при выполнении договорных обязательств. Комиссия разрешает споры, возникающие на бирже как в процессе подготовки и проведения торгов, так и в ходе заключения и выполнения биржевых контрактов.

Функциями Конфликтной комиссии являются:

- рассмотрение споров, возникающих между брокерами, а также между брокерами и службами биржи в ходе подготовки и проведения торгов;
- разрешение конфликтных ситуаций при подписании брокерами биржевых контрактов;
- рассмотрение споров, возникающих по биржевым контрактам, заключенным на бирже, в соответствии с действующими на ней правилами;
- рассмотрение конфликтных ситуаций по вопросам соблюдения членами биржи учредительных документов, положений о членах биржи, других внутренних биржевых положений и правил;
- рассмотрение заявлений членов биржи об ущемлении их прав и нарушении принципа равенства прав всех участников биржевых торгов;
- рассмотрение вопросов, связанных с нарушением договорных обязательств;
- рассмотрение в пределах своей компетенции вопросов, связанных с заключением и выполнением внутрибиржевых соглашений.

Комиссия при разрешении биржевых споров определяет степень вины и вид санкций, предусмотренных законодательством и биржевыми правилами, к нарушителям правил биржевой торговли и договорных обязательств. В случае выявления при рассмотрении биржевых споров нарушений деятельности брокерских контор по представлению комиссии биржа применяет к виновной стороне штрафные санкции.

Лицо, которое считает, что его права нарушены, подает в конфликтную комиссию заявление, которое должно содержать:

- дату подписания заявления и его номер;
- наименование сторон и почтовые реквизиты (телефоны);
- размер имущественных требований, если таковые имеются;
- обстоятельства, на которых основываются заявленные требования, и доказательства, подтверждающие их;
- финансовый расчет взыскиваемой суммы;
- перечень прилагаемых документов.

К заявлению должны быть приложены документы, подтверждающие обстоятельства, на которых основывается данное заявление. В случае невыполнения истцом вышеперечисленных требований комиссия может вернуть истцу заявление без рассмотрения. Заявитель (истец) должен направить ответчику копию заявления с приложением к нему необходимых для рассмотрения спора документов. Заявление должно быть подано в пределах сроков исковой давности, предусмотренных законодательством. Ответчик обязан, со своей стороны, в пятидневный срок со дня получения копии заявления представить конфликтной комиссии отзыв на заявление и необходимые документы для рассмотрения спора. Если доказательств недостаточно либо не получен отзыв ответчика, а также в случае неявки одной из сторон на слушание дела в назначенный срок комиссия может отложить его рассмотрение.

Рассмотрение споров производится на заседании комиссии в присутствии не менее двух ее членов при обязательном участии председателя комиссии. Заявление рассматривается в присутствии сторон или их законных представителей (по доверенности). Стороны имеют право знакомиться с представленными материалами, приводить свои доводы по обстоятельствам дела.

Решение по спору принимается большинством голосов, участвующих в деле членов конфликтной комиссии, при этом, в случае распределения голосов поровну, мнение председателя является решающим.

Комиссия имеет право:

- выходить за пределы требований заявителя, если это необходимо для защиты общегосударственных интересов, а также прав, охраняемых законом интересов биржи;
- приглашать на свои заседания с правом совещательного голоса служащих структурных подразделений биржи, независимых экспертов, представителей инвестиционных институтов;
- взыскивать со стороны, нарушившей обязательства, штрафные санкции в соответствии с правилами биржевой торговли, взыски-

вать за вторичную неявку на заседание комиссии штраф в размере до пяти минимальных заработных плат с направлением соответствующего сообщения Правлению биржи о недопуске брокерской конторы до биржевых торгов;

- в случае неявки одной из сторон рассмотреть дело в ее отсутствие и принять заочное решение с последующим сообщением соответствующей стороне.

Решение комиссии состоит из вводной, описательной, мотивировочной и резолютивной частей. Принятое решение объявляется сторонам после окончания рассмотрения дела и вступает в силу с момента подписания протокола. Если спор не решается по существу, комиссия выносит определение (отложение рассмотрения, приостановление рассмотрения, оставление без рассмотрения). Решение комиссии может быть обжаловано в Правлении биржи в двухнедельный срок. Принятие решения комиссией не лишает сторону, с ним не согласную, права на обращение в суд или хозяйственный суд. Плата за рассмотрение дел в комиссии не взимается. На договорных условиях за определенную плату Конфликтная комиссия РФБ "Тошкент" может выполнять также функции третейского суда в спорах между участниками внебиржевых сделок с ценными бумагами.

К брокерским конторам и брокерам за нарушение действующего законодательства, коммерческих интересов клиентов, постановлений органов управления биржи, несвоевременную оплату предоставляемых биржей услуг, просрочку внесения членских взносов, неиспользование в течение года брокерского места для осуществления торговых операций могут быть применены следующие санкции:

- временное отстранение от торгов;
- наложение штрафов;
- направление на переаттестацию;
- исключение из числа членов биржи.

Исключение из числа членов биржи осуществляется наблюдательным советом по рекомендации Правления. За нарушение правил биржевой торговли к брокерским конторам биржей могут применяться штрафные санкции. Так, за неявку брокера на торги при наличии у него позиции, включенной в список заявок на данную торговую сессию, с брокера взыскивается штраф в размере двух минимальных заработных плат за каждую позицию, подлежащий выплате в пользу биржи в течение 5 дней, а брокерская контора отстраняется от торгов до получения биржей подтверждения об уплате штрафа.

За отказ или уклонение брокера от оформления или регистрации сделки, заключенной в ходе биржевых торгов и занесенной в протокол торгов, на брокерскую контору налагается штраф в размере 2%

от суммы сделки в пользу биржи и 1% - в пользу брокерской конторы - контрагента по сделке, который нарушитель должен выплатить в течение пяти банковских дней. В случаях, когда обе стороны сделки отказываются или уклоняются от ее оформления или регистрации, биржа налагает на них штраф по 1 % от суммы сделки на каждую из сторон. Уклонением от сделки считается несвоевременное представление договоров на оформление. При неоднократном отказе от оформления или регистрации сделки брокерская контора может быть лишена статуса члена биржи, а на брокера соответствующая информация может быть передана в орган, осуществляющий аттестацию специалистов рынка ценных бумаг, с предложением о его переаттестации.

В случае, если брокерская контора нарушает сроки платежа комиссионного сбора, на нее начисляется пеня в размере 0,5 % от суммы просроченного платежа за каждый день просрочки. Если же за брокерской конторой образовалась задолженность перед биржей по оплате комиссионных платежей, пени и штрафов на сумму, равную стоимости брокерского места, установленного Правлением биржи, брокерская контора отстраняется от торгов и в ее адрес выставляется претензия. Если брокерская контора после этого в течение месяца не погасит задолженность, то в отношении лица, аккредитовавшего ее, возбуждается вопрос о лишении статуса члена фондовой биржи. При исключении члена биржи из числа таковых его брокерское место продается на биржевых торгах, а вырученные средства идут на погашение долга.

ГЛАВА 46. КРУПНЕЙШИЕ ФОНДОВЫЕ БИРЖИ МИРА [1]

✓ **Нью-Йоркская фондовая биржа**
(New York Stock Exchange, NYSE)

Главная фондовая биржа США и самая большая биржа мира. Она была основана в 1792 году, когда 24 предпринимателя подписали первое брокерское соглашение и тем самым создали первый организованный рынок ценных бумаг в Нью-Йорке.

Нью-Йоркская фондовая биржа является корпорацией, работой которой руководит избираемый членами этой корпорации совет директоров. Совет директоров отвечает за функционирование биржевого механизма, определяет политику биржи, решает вопросы принятия новых членов, допуска к котировке ценных бумаг. Опера-

[1] В этой главе рассмотрены фондовые биржи некоторых наиболее развитых стран, опыт функционирования которых в большей или меньшей степени был использован при создании Республиканской фондовой биржи "Ташкент"

ции на бирже могут осуществлять только ее члены. Число членов NYSE около 1500. Членами биржи могут быть только физические лица, но если член биржи является совладельцем фирмы, то вся фирма считается членом NYSE. Места на бирже продаются лицам, которые отвечают высоким профессиональным требованиям. Цена брокерского места устанавливается в индивидуальном порядке, в зависимости от биржевой конъюнктуры. Цена брокерского места может колебаться. Она зависит от многих факторов. В периоды оживления биржевой торговли они могут резко подниматься, в период спадов - иметь тенденцию к снижению. В приведенной ниже таблице приведены средние цены на брокерские места NYSE в различные годы.

Год	Цена брокерского места	Год	Цена брокерского места	Год	Цена брокерского места
		1987	$ 1,1 million	1994	$ 795,000
1876	$ 4,000	1988	$ 665,000	1995	$ 918,000
1929	$ 625,000	1989	$ 420,000	1996	$ 1338,000
1930	$ 205,000	1990	$ 295,000	1997	$ 1463,000
1942	$ 17,000	1991	$ 431,000	1998	$ 1612,000
		1993	$ 575,000	1999	$ 2325,000

Контингент членов биржи весьма стабилен.

Различают следующие категории членов NYSE:

а) специалисты (*specialist*). Это наиболее активные фигуры в операционном зале биржи. За каждым из них закреплена одна или несколько ценных бумаг, котирующихся на бирже. Специалисты работают за специальными пультами, расположенными в виде полукруглых стоек. Специалистов насчитывается около 150. Они действуют в качестве брокеров и в качестве дилеров.

В первом случае они являются брокерами для брокеров - выполняют заказы брокеров за определенное вознаграждение. Фирмы - члены биржи имеют возможность передавать поступающие к ним в офисы заказы прямо на соответствующий биржевой торговый пост через систему автоматизированной передачи заказов специалистам, минуя брокерские кабины в операционном зале биржи. Эти заказы специалисты представляют брокерам на подиуме. При этом они выступают конкурентами других брокеров, пытающихся купить или продать эти же ценные бумаги. Если специалист совершает сделку, он тут же отчитывается об этом через автоматизированную систему перед той фирмой, от которой он получил соответствующий заказ. За это он получает брокерское вознаграждение (комиссионные).

Во втором случае специалисты обеспечивают ликвидность и стабильность торговли по той ценной бумаге или нескольким ценным

бумагам, за которыми они закреплены, путем осуществления продажи последних в случае повышения на них цен или путем покупки их в случае понижения цен. Специалисты должны действовать в сторону, противоположную тенденциям рынка, и тем самым выступать в качестве противовеса факторам, дестабилизирующим рынок. Однако возможности их, конечно же, ограничены. Несмотря на обязательность наличия достаточно крупных сумм собственного капитала специалистов, его порой бывает все же недостаточно, чтобы противостоять существенным падениям и взлетам курсов закрепленных за ними ценных бумаг. В то же время это прямо противоречит их интересам (в истории биржи имели место случаи, когда специалисты действовали не как противовес имеющимся тенденциям рынка, а адекватно им). Специалисты покупают за свой счет, когда цена на их акцию начинает достаточно резко падать, и продают, когда цена начинает быстро расти. Специалистам не нужно "до конца" противостоять падению или взлету цен. Их главная функция - исключить резкое колебание в ценах. Однако, когда это сделать уже невозможно, в процесс торговли вмешивается сама биржа и приостанавливает торги по данной ценной бумаге до стабилизации ситуации. К началу 2000 года на Нью-Йоркской фондовой бирже было зарегистрировано около 1400 членов. Они объединены в несколько десятков объединений (*spescialist units*). Объединения могут состоять из отдельных лиц, партнерств, корпораций "совместных счетов" (совместных предприятий, куда могут входить несколько лиц) или "объединенных книжек" (участники могут иметь собственные счета, но у них одна общая книжка);

б) биржевые брокеры (*exchange brokers*) - члены биржи, выполняющие поручения своих клиентов. Они не имеют права проводить дилерские операции, но могут выполнять поручения других брокеров;

в) биржевые маклеры (*competitive traders*) - члены биржи, осуществляющие операции за свой счет или выполняющие поручения, в которых они имеют долю участия;

г) ассоциированные члены (*allied members*) - лица, имеющие допуск в торговый зал без права заключения сделок (директора, сотрудники организаций - членов биржи).

Как уже отмечалось, особенностью американского фондового рынка является то, что с 30-х годов XX столетия он развивался без участия коммерческих банков. Банки подключились к этому процессу значительно позже. Традиционно они не являются прямыми участниками биржевых торгов.

На биржу допускаются ценные бумаги компаний с активами не

менее 166 млн. долларов, с количеством выпущенных в обращение акций не менее 1 млн. штук, числом акционеров, владеющих 100 и более акциями, не менее 2000 человек. Доходы компаний (до выплаты налогов) за последний год должны составлять не менее 2,5 млн. долларов. Таким жестким требованиям отвечают ценные бумаги лишь небольшого процента компаний. Из более чем трех миллионов акционерных обществ, зарегистрированных в США к весне 1999 года, на Нью-Йоркской фондовой бирже котировались акции лишь 1647 компаний. За последние несколько лет объем торгов на Нью-Йоркской фондовой бирже значительно возрос.

✓ **Франкфуртская фондовая биржа**[1]

Биржа во Франкфурте-на-Майне возникла в XVI в. В настоящее время Франкфуртская фондовая биржа - это не только финансовый центр Германии, но и всего Европейского континента. Франкфуртская фондовая биржа - четвертая по величине биржа мира с годовым оборотом в 6,9 млрд. немецких марок (1996 год). К торгам допущены акции 1112 компаний, облигации 7827 предприятий. Число участников биржи, допущенных к торгам, составляет 247, число банков - 149, курсовых маклеров - 39, свободных маклеров - 59.

Биржа основана в виде акционерного общества. Как и все акционерные общества Германии, она подчиняется положениям Закона "Об акциях". Органами управления биржи являются Общее собрание акционеров, Наблюдательный совет и Правление. Собственный капитал акционерного общества составляет 84 миллиона марок. Акционеры биржи являются членами биржи. Около 79% принадлежат немецким банкам, 10% - зарубежным банкам, 5% - курсовым маклерам и 6% - свободным маклерам. Выпущенные акции являются именными, и могут быть переданы третьим лицам только с разрешения общего собрания акционеров биржи. Один акционер не может владеть более чем 15% капитала. На бирже занято более 110 сотрудников. В отличие от многих других стран на немецких биржах не лимитируется число членов. Для того, чтобы стать членом биржи, необходимо выполнять требования закона о бирже и уплачивать членские взносы, установленные положением о тарифах.

За допуск к биржевым торгам акций их эмитенты должны платить сборы. Минимальная плата составляет 2 тыс. марок, причем с ростом объема эмиссии плата относительно сокращается. Плата за допуск ценных бумаг взимается лишь при первом допуске ценных бумаг. Ежегодно повторяющейся платы (Annual Listing Fee), как это часто встречается в других странах, в Германии не существует. Заявление о выдаче допуска к торгам эмитент подает совместно с соответствующим кредитным учреждением. К заявлению должен быть

[1] Здесь дано описание Франкфуртской фондовой биржи до начала функционирования автоматизированной системы торговли ценными бумагами "XETRA". С появлением ее в последний год XX столетия ситуация на Франкфуртской фондовой бирже существенно изменилась.

приложен проспект, содержащий полную информацию, необходимую инвесторам, чтобы составить представление об эмитенте и ценных бумагах. Проспект должен быть опубликован в биржевом бюллетене. Решение о допуске ценных бумаг к котировке выносит специальная комиссия биржи.

Комиссии по допуску ценных бумаг к котировке на бирже взаимодействуют между собой и соответствующими биржевыми органами других государств - членов Европейского сообщества в рамках своих задач и полномочий. Они передают друг другу необходимую в этих целях информацию. Проспект, который уже один раз получил допуск со стороны соответствующей инстанции в ЕС, в повторной проверке не нуждается, если заявление о допуске его на другие биржи подано в течение трех месяцев.

Немецкое биржевое право содержит предписания, касающиеся так называемого регулируемого рынка, который как сегмент биржи можно поставить в промежуточное положение между двумя другими: официальной торговлей и внебиржевым рынком (неофициальная торговля). Он призван дать упрощенный доступ к бирже средним предприятиям, которые не отвечают требованиям, выдвигаемым официальной торговлей, но хотели бы публично обеспечить котировку своих акций на регулируемом законом рынке под надзором биржи. Регулируемый рынок призван служить акционерным обществам как бы преддверием официального рынка. В сравнении с официальной торговлей он отличается более облегченными правилами и пониженными сборами за допуск. Например, на регулируемом рынке свои акции может представить фирма, которая существует всего один год (для официального рынка этот срок составляет 3 года). При первой эмиссии для регулируемого рынка достаточно ожидаемой курсовой цены в 0,5 млн. немецких марок, на официальном рынке - 2,5 млн. немецких марок. Минимальное число включаемых в торговлю акций составляет 10000 штук, а на официальном рынке - 50000 штук. Соответственно объем требуемого для публикации материала составляет меньше, чем при официальной торговле.

Доступ на биржу имеет только определенный круг лиц: профессиональные банковские коммерсанты, маклеры, подсобный персонал и представители печати.

Официальное установление курсов осуществляется биржевыми маклерами, которые являются нейтральными инстанциями в торговле и при установлении цен. Они предоставляют в распоряжение биржи ликвидные средства. Чтобы обезопасить биржу от рисков по операциям, связанным с использованием заемных средств, маклеры должны внести финансовую гарантию в размере 500000 немец-

ких марок. Перед вступлением на должность они приносят присягу в том, что будут честно и верно выполнять свои обязанности. Маклеры должны вести дневник. Биржевые официальные и внештатные маклеры подлежат проверке со стороны соответствующего органа власти федеральной земли.

✓ **Токийская фондовая биржа (ТФБ)**

Эта биржа является самой крупной из 8 фондовых бирж Японии. На нее приходится около 80 % общего оборота всех фондовых бирж этой страны. Бирже более ста лет. В ее листинг включены ценные бумаги свыше 1700 компаний, из которых более 100 иностранные.

Членами Токийской фондовой биржи являются 124 компании, которые имеют право на совершение биржевых сделок. Помимо акций, на бирже котируются государственные, муниципальные облигации и облигации государственных предприятий. Основными инвесторами являются финансовые учреждения (до 40%), деловые корпорации (23%), частные лица (22%), иностранные лица (7%), фонды, правительственные агентства и пенсионные трасты (3%). Средний ежедневный объем продаж, например, в 1996 г. составлял 370 млн. акций.

Биржевые брокеры-дилеры выполняют заказы на покупку и продажу ценных бумаг клиентов, получая за это комиссионные. Комиссионные брокеров-дилеров определяются по следующим ставкам:

Сумма сделки в иенах	% комиссионных от суммы сделки	Сумма сделки в иенах	% комиссионных от суммы сделки
До 1 млн.	1,150%	от 50 до 100 млн.	0,225%+160000 иен
от 1 до 5 млн.	0,900%+2500 иен	от 100 до 300 млн.	0,200%+185000 иен
от 5 до 10 млн.	0,700%+12500 иен	от 300 до 500 млн.	0,125%+410000 иен
от 10 до 30 млн.	0,575%+25000 иен	от 500 до 1000 млн.	0,100%+535000 иен
от 30 до 50 млн.	0,375%+85000 иен	более 1000 млн.	акции - тип 1535000 иен другие 0,075%+785000 иен

Торговля ценными бумагами непосредственно на бирже осуществляется в форме двухстороннего непрерывного аукциона. Все заявки делаются брокерскими либо дилерскими компаниями и представляются члену специальной организации Сайтори ("Saitori"), которая выступает в роли посредника между брокерами-дилерами. Члену Сайтори запрещено торговать любыми акциями, включенными в листинговый список, за свой счет и принимать заявки непосредственно от инвесторов. Таким образом, ТФБ - это рынок, движимый просто заявками, без маркет-мейкеров.

Для предотвращения любых краткосрочных колебаний цен на ценные бумаги на ТФБ существуют специальные механизмы в форме специальных "бидовых" или запрашиваемых котировок и ежеднев-

ных лимитов цен. Когда наблюдаются существенные отклонения в ценах спроса и предложения, ТФБ требует от Сайтори указать "специальную бидовую котировку" или "специально запрашиваемую котировку", информируя тем самым участников торговли о том, что существует значительный дисбаланс цен между заявками на покупку и продажу. Специальная котировка распространяется публично через Рыночную информационную систему (РИС) ТФБ, позволяя, таким образом, участникам рынка реагировать на этот дисбаланс (изменять в заявках цены спроса и предложения в сторону более реальных). Если брокеры-дилеры изменяют цены, и баланс по специальной котировке устанавливается, Сайтори фиксирует цены, и сделки регистрируются. Если же дисбаланс все же сохраняется, Сайтори обновляет специальную котировку с разрешения самой биржи, двигая ее вверх или вниз в интервале каждых 5 минут до тех пор, пока равновесие цен спроса и предложения не установится. В дополнение к специальным котировкам для предотвращения неожиданных перепадов цен ТФБ использует ежедневные лимиты цен (ЕЛЦ) для обеспечения "передышки" инвесторам и оценки ими ситуации на рынке. Лимит на цены просто запрещает переходить через установленный барьер цен, в том числе и в рамках специальных котировок.

С целью обеспечения большего объема регистраций на торговой площадке, где проводятся торги по 150-ти самым активным акциям, ТФБ установила электронную систему "FORES", которая начала функционировать с марта 1991 г. "FORES" обеспечивает автоматизацию процесса приема заявок на менее крупные сделки, замену заполнения книг заявок вручную на электронные книги заявок, а также компьютеризацию подтверждения сделок и отчетов по торгам.

Ранее, в январе 1982 года, на ТФБ была установлена компьютерная система "CORES" для обслуживания 440 менее активных акций. В настоящее время через эту систему осуществляется торговля акциями более 1600 японских и иностранных компаний, за исключением акций 150 самых активных компаний. Цель внедрения "CORES" - заменить традиционный метод торговли - лицом к лицу - на более совершенную систему с использованием биржевых компьютерных терминалов. При этом никаких изменений в функциях, исполняемых членами биржи, не происходит.

Член биржи помещает заявку в систему включения заявок, которая установлена в его головном офисе. После принятия заявки члену биржи посылается справка о принятии заявки. Член Сайтори следит за книгой заявок на экране компьютера и сопоставляет все заявки на покупку и продажу (к и б о р д) в соответствии с прави-

лами торгов. Заявки выполняются автоматически, согласно приоритетам цены и времени поступления. После заключения сделки данные о ней немедленно передаются в головные офисы участников торгов, членам Сайтори и самой бирже. Биржа осуществляет надзор за транзакциями по каждой позиции с помощью специального дисплея котировок и цен на акции, который показывает развитие, прохождение торгов в режиме реального времени. С помощью так называемого "справочного устройства" она может получить более детальную информацию по каждой сделке. Сведения о сделках автоматически посылаются в информационную биржевую систему, после чего эти данные предлагаются информационным продавцам, которые, в свою очередь, продают их своим подписчикам, но уже в более детализированном виде. В дополнение к "CORES" в 1988 году биржа разработала и внедрила систему "CORES-F" для торговли фьючерсами и опционами, в которой осуществляется торговля Японскими государственными бонами, фьючерсами TOPIX (Токийский Ценовой Индекс), а в октябре 1989г. - "CORES-O" для торгов опционами TOPIX.

С 1995 г. на ТФБ через компьютерную систему проводятся торги по следующим видам ценных бумаг: акции первой секции, за исключением 150 самых активных акций на торговой площадке; акции второй секции; иностранные акции; фьючерсы и опционы; конвертируемые боны и варранты. Расчеты производятся на третий день после заключения сделки (Т+3). Расчетно-клиринговые процедуры осуществляются через Японский центральный депозитарий (JASDEC) и Японскую клиринговую корпорацию ценных бумаг (дочерняя компания ТФБ). Денежные расчеты производятся через саму биржу.

✓ **Стамбульская фондовая биржа (СФБ)**
(Istambul Stock Exchange, ISE)

История рынка капитала в Турции уходит во времена существования Оттоманской империи. В конце 70-х годов XX столетия в Турции произошел банковский кризис. Для оздоровления экономики правительством был подготовлен и принят ряд нормативных актов и в частности "Закон о рынке капитала"(1981 г.), положивший начало строгой регламентации деятельности всех участников рынка ценных бумаг. В 1983 г. было принято Приложение к Закону о рынке капитала по организации функционирования Стамбульской фондовой биржи. Первые торги на СФБ были проведены в 1986 г. Тогда в листинге находились акции 41 компании, в торгах принимали участие 36 членов биржи. Ежедневный оборот составлял 500 тысяч долларов. В настоящее время на торгах Стамбульской фондовой биржи принимают участие 163 члена биржи, ежедневный оборот составля-

ет 250 млн. долларов по корпоративным акциям и около 1 млрд. долларов - по государственным облигациям.

Стамбульская фондовая биржа - полугосударственная профессиональная организация, доходы которой формируются за счет сборов, взимаемых за совершение сделок и прохождение листинга. Председатель и главный исполнительный чиновник СФБ назначается правительством на пятилетний срок.

На СФБ стандартный размер лота - 1000 акций. Однако на бирже могут осуществляться сделки с неполными лотами.

Расчетные операции и хранение акций на фондовом рынке осуществляется Банком клиринга и расчетов СФБ, который принадлежит Стамбульской фондовой бирже и ее членам.

Большая часть фондовых ценностей, котируемых на СФБ, - ценные бумаги на предъявителя. В основном это:

- акции привилегированные, учредительские, золотые, акции участника, сертификаты дивидендов, купоны прав;
- долговые инструменты: государственные облигации, казначейские векселя, банковские векселя, векселя с банковской гарантией, коммерческие бумаги, корпоративные облигации, сертификаты раздела доходов;
- другие ценные бумаги совместных фондов.

Требования, предъявляемые к ценным бумагам: соответствие учредительных документов действующему законодательству, количество лет работы предприятия, рентабельность за последние годы, минимальный уставный фонд и процент выставленных акций на открытую продажу, отчет о финансовых результатах и заключение независимой аудиторской организации за последний год работы, наличие гаранта в виде банка либо брокерской конторы, наличие профессионального менеджемента. В зависимости от степени соответствия указанным требованиям акции попадают на различные сектора рынков.

Члены СФБ делятся на три группы:

а) инвестиционные банки и банки развития;

б) коммерческие банки;

в) посреднические организации.

К началу 1997 года на СФБ действовало 11 инвестиционных банков и банков развития, 51 коммерческий банк и 103 посреднические организации.

Сфера деятельности посреднических организаций и банков на рынке капитала включает операции на первичном и вторичном рынках, управление портфелями ценных бумаг, инвестиционные консультации, прямые и реверсивные соглашения об обратной покупке

ценных бумаг, маржевые сделки, продажу без покрытия на срок и сдачу ценных бумаг в аренду.

Посреднические организации или банки должны иметь брокерское место для ведения операций на СФБ. Для ведения различных видов деятельности необходимо получение лицензии на каждый вид деятельности с фондовыми ценностями и резервирование страхового обеспечения по сделкам, предлагаемым к совершению в пределах 5 % от оборота - по акциям и 100 % - по государственным облигациям. Кандидаты на брокерские места должны прослушать и успешно завершить курсы подготовки брокеров.

С начала 1995 г. на Стамбульской фондовой бирже действуют следующие основные сегменты рынка: национальный, региональный, оптовый, рынок новых компаний, рынок облигаций, векселей и прямых реверсивных соглашений об обратной покупке ценных бумаг, международный рынок, рынок фьючерсов и опционов.

Национальный рынок. Национальный рынок охватывает 104 компании, включенные в сложный индекс СФБ, и 100 других зарегистрированных компаний. Список компаний, составляющих сложный индекс СФБ, ежеквартально пересматривается с целью внесения или исключения тех или иных компаний в соответствии с требованиями, установленными исполнительным советом СФБ.

Региональный рынок. Этот рынок был создан для поддержки купли-продажи акций мелких и средних компаний, находящихся на периферии, в обстановке надежности и "прозрачности". Региональный рынок объединяет компании, временно или постоянно удаленные с национального рынка, а также компании, не соответствующие листинговым требованиям. К началу 1997 г. на торгах регионального рынка СФБ участвовали 13 компаний.

Оптовый рынок. Оптовый рынок обеспечивает возможность торговли крупными пакетами акций. Этот рынок позволяет продавать акции, предлагаемые на национальном и региональном рынках, а также непродающиеся акции путем увеличения капитала или продажи акций существующих акционеров конкретным или анонимным покупателям. Этот рынок позволяет осуществлять пакетную продажу акций в рамках программ приватизации.

Рынок новых компаний. Этот рынок был образован для обеспечения вновь созданных компаний возможностями роста. Он призван стимулировать развитие новых компаний и предложить альтернативу инвесторам, желающим увеличить свои доходы при относительно невысоком риске. Рынок новых компаний способствует переливу не используемых в экономике средств в молодые перспективные компании, обеспечивая им капитал для инвестиций. Этот рынок

создает также атмосферу организованности и прозрачности для развития фондов венчурного (рискового) капитала. К началу 1997 г. на нем действовала всего одна компания.

Рынок облигаций, векселей и прямых реверсивных соглашений об обратной покупке ценных бумаг. Члены биржи, желающие торговать ценными бумагами, приносящими фиксированный доход (например, казначейскими векселями, государственными облигациями), либо заниматься операциями по прямым реверсивным соглашениям об обратной покупке ценных бумаг, могут использовать торговые площадки СФБ. Торговля этими финансовыми инструментами может вестись с 10 до 17 часов. Члены биржи могут исполнять заказы в течение периода до 90 рабочих дней после даты торгов. Члены биржи могут передавать свои заказы экспертам СФБ, которые действуют в качестве "слепых брокеров", вводя полученный заказ в компьютерную систему. После ввода заказа в компьютер торговый лимит, разрешенный биржей для данного члена, автоматически уменьшается, а система пытается подобрать ему подходящего партнера для сделки.

Международный рынок. Этот рынок функционирует на базе американского доллара. Он используется как торговая площадка акций компаний из новых независимых республик Средней Азии, Южного пояса России, Восточной Европы, Балкан и Ближнего Востока. На нем продаются также и акции турецких компаний, способные вызвать потенциальный спрос у иностранных инвесторов, например, акции государственных предприятий, готовящихся к приватизации путем публичной продажи.

Рынок фьючерсов и опционов. Этот рынок только зарождается. Однако в Турции уже созданы все необходимые условия, в том числе и законодательные, для торговли производными ценными бумагами.

Система торгов. С ноября 1994 года СФБ перешла от торговли "с голоса" на полностью компьютеризированную систему торговли. Члены СФБ имеют возможность исполнять заказы и осуществлять мониторинг за торговлей и ценами с помощью 500 терминалов компьютерных станций, находящихся в трех торговых залах. Такая система на несколько порядков ускорила исполнение заказов и увеличила ежедневную пропускную способность с 10000 до 37000 сделок в час.

По окончании торгов брокеры могут просматривать на экране неисполненные и возвращенные компьютерной системой заказы. В конце торговой сессии биржа предоставляет отчет о заключенных сделках и ценах по ним каждому участнику торгов. За ситуацией на рынке ведется систематическое наблюдение.

Торговля акциями осуществляется в течение двух отдельных двухчасовых торговых сессий - одной утренней и одной дневной. Цены

определяются методом непрерывного аукциона, при котором покупатели и продавцы вводят заявки на покупку и продажу в компьютерную систему через свои рабочие станции, расположенные непосредственно на СФБ. Система позволяет брокерам исполнять несколько видов приказов, из которых наиболее распространенными являются "рыночный", "лимитный", "немедленное выполнение или аннулирование", "все или ничего". Брокеры могут вводить заявки на покупку или продажу с указанием различных сроков исполнения - в пределах 15 рабочих дней. Результаты торгов сообщаются распространителями информации и на один из каналов государственного телевидения в режиме реального времени.

Банк клиринга и хранения ценных бумаг СФБ. Клиринг и хранение ценных бумаг в Турции оказываются Банком клиринга и хранения ценных бумаг СФБ - полугосударственным инвестиционным банком, образованным в 1992 году, а в начале 1995 г. получившим от Комиссии по рынкам капитала статус центрального банка-депозитария. Акционеры банка - члены СФБ, каждый из которых владеет не более 5 % акционерного капитала, а также сама СФБ, владеющая 10 % долей. Председатель биржи одновременно является председателем Банка клиринга и хранения ценных бумаг СФБ.

Клиринговые операции по акциям осуществляются в течение двух рабочих дней после даты торгов (Т+2), по завершении многостороннего неттинга. Расчеты производятся по методу "поставка против платежа". Помимо клиринга и услуг по хранению ценных бумаг, банк обеспечивает сбор и распределение дивидендов, оказывает коммерческим банкам и посредническим организациям услуги по хранению облигаций и соглашениям об обратной покупке ценных бумаг. Банк способен хранить 70 млн. сертификатов. С марта 1995 г. членам СФБ запрещено держать у себя ценные бумаги клиентов дольше двухдневного периода расчетов. Члены биржи могут держать ценные бумаги, принадлежащие их клиентам, только в Банке клиринга и хранения ценных бумаг.

Все депонируемые ценные бумаги страхуются. Банк придерживается рекомендаций "Группы тридцати". Комиссия по ценным бумагам и фондовым биржам США в марте 1995 г. присвоила Банку СФБ статус "приемлемого зарубежного хранителя ценных бумаг".

Федерация евроазиатских фондовых бирж. 16 мая 1995 г. представители фондовых бирж 12 государств, в том числе Турции, подписали соглашение о создании федерации. В число учредителей вошли: Армения, Болгария, Израиль, Иордания, Иран, Казахстан, Пакистан, Словакия, Словения, Туркменистан, Турция и Хорватия. Бахрейн, Египет и Польша присутствовали на церемонии открытия и на пер-

вом общем собрании в качестве наблюдателей. Позже в 1996 году, к числу членов федерации присоединился Узбекистан. Главная цель федерации заключается в поддержке фондовых бирж в регионе, расположенном от Восточной Европы до Ближнего Востока и Средней Азии, за счет активизации сотрудничества между странами-членами и разработки международных стандартов листинга, информации и бухгалтерского учета. Кроме того, целями федерации являются:

- обеспечение эффективной коммуникации и распространения данных;
- разработка и осуществление общей рыночной стратегии;
- поддержка торговли выпускаемыми в регионе ценными бумагами через централизованный международный рынок СФБ.

ОСНОВНЫЕ ПОНЯТИЯ И ТЕРМИНЫ

фондовая биржа
фондовый отдел биржи
экспертная комиссия
квалификационная комиссия
котировальная комиссия
конфликтная комиссия
дисциплинарная комиссия
листинговая комиссия
принципы деятельности биржи
саморегулируемые организации
права фондовой биржи
члены фондовой биржи
полноправный член биржи
временный член биржи
брокерское место
аренда брокерского места
регулярный членский взнос
биржевые санкции
биржевой регистрационный сбор
допуск членов биржи к торгам
официальные дилеры
маркет-мейкеры
листинговая площадка
биржевой официальный список
экспертиза ценных бумаг
листинговые предприятия
первичный листинг
листинг дополнительной эмиссии
группы листингового списка
делистинг
временный делистинг
постоянный делистинг
абсолютный делистинг
биржевая котировка цен
участники биржевых торгов
секция торгового зала
биржевое время
заявка на биржевые торги
позиция в биржевом списке
электронная система торгов
торговая сессия
алгоритм действия участников
рыночный приказ
лимитный приказ
стоп-приказ (буферный приказ)
буферный лимитный приказ
оговорки к приказам
специалисты биржи
биржевые брокеры
ассоциированные члены биржи
биржевые маклеры
комиссионные биржевых брокеров
листинг
компьютерный терминал
электронная книга заявок

НОРМАТИВНЫЕ ДОКУМЕНТЫ

1. "О биржах и биржевой деятельности". Закон Республики Узбекистан. Принят 2 июля 1992 г.

2. " О ценных бумагах и фондовой бирже". Закон Республики Узбекистан. Принят 2 сентября 1993 г.

3. "О мерах по обеспечению эффективной деятельности Республиканской фондовой биржи "Тошкент" и развитию инфраструктуры рынка ценных бумаг." Постановление Кабинета Министров Республики Узбекистан № 285 от 8 июня 1994 г.

4. Правила осуществления операций с ценными бумагами на РФБ "Тошкент". Утверждены 6 марта 1998 г. решением Правления РФБ "Тошкент".

5. Положение о статусе официального дилера (маркет-мейкера) на РФБ "Тошкент". Утверждено 6 марта 1998 г. решением Правления РФБ "Тошкент".

6. Положение о листинге ценных бумаг на РФБ "Тошкент". Утверждено 6 марта 1998 г. решением правления РФБ "Тошкент".

7. Порядок реализации иностранным инвесторам акций приватизированных предприятий через специальную торговую площадку Республиканской фондовой биржи "Тошкент" за свободно конвертируемую валюту. Зарегистрирован Министерством юстиции Республики Узбекистан 30 декабря 1998 г. за № 583.

ЛИТЕРАТУРА

1. Павлов С.В. Фондовая биржа и ее роль в экономике современного капитализма - М.: Финансы и статистика, 1989.

2. Роде Э. Банки, биржи, валюты современного капитализма. - М.: Финансы и статистика, 1986.

3. The Istanbul Stosk Exchange In A Historical Perspective. Written by Prof. Haydar Kazgan. Published by ISE. - Istanbul: 1995.

4 Рынок международных продаж Стамбульской фондовой биржи. Справочник по листингу и торговле рынка международных продаж Стамбульской фондовой биржи. - Стамбул: 1997.

5. NYSE "TRADING SYSTEMS". NYSE. New York Stock Exchange,Inc. - 1994.

6.German Exchanges. Review 1994. Published by Deutsce Borse AG, Frankfurt/Main 1995.

7. TOKIO STOCK EXCHANGE. Fact book 1995. Published by Tokio Stock Exchange - 1996.

8. FWB. The Frankfurter Wertpapierborse. Published by Deutsce Borse AG, Frankfurt/Main - 1995.

9. New York Stock Exchange. Annual Report. 1998.

10. Черников Г.П. Фондовая биржа. - М.: Международные отношения, 1991.

11. Руководство по биржевым операциям. Под ред. А.Д.Голубовича. - М. 1991.

12. Kenneth M.Morris & Allan M. Siegel. Guide to understanding money & investing. 1993 by Lightbulb press, Inc.

РАЗДЕЛ VII. ГОСУДАРСТВЕННОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

ГЛАВА 47. СУЩНОСТЬ ГОСУДАРСТВЕННОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

Если на процесс становления законодательства о рынке ценных бумаг такой страны, как США, серьезное влияние оказали массовые инциденты, манипуляции и мошенничество, и само современное государственное регулирование формировалось как реакция парламента на факты злоупотреблений участниками фондового рынка, то в Узбекистане эти процессы развивались планомерно, по инициативе правительства, заинтересованных участников рыночных отношений, с учетом опыта других стран, использованием рекомендаций последних, но при наличии собственной модели организации такого регулирования.

✓ **Необходимость государственного регулирования РЦБ**

Вся история развития рынка ценных бумаг красноречиво свидетельствует о том, что нормальный процесс торговли ценными бумагами может осуществляться только при наличии четких правил, установленных либо самими участниками фондового рынка, либо государством, а также при обязательном постоянном надзоре за их соблюдением. Практика изобилует примерами, когда несоблюдение этих условий приводило к серьезным катаклизмам на микро- и макроуровнях, глобальным финансовым катастрофам, перерастающим порой в общеэкономические кризисы. Примерами таких обвалов являются исторически знаменитый осенний кризис - "черная пятница" 1929г. Нью-Йоркской фондовой биржи в США и совсем недавний обвал на рынке ценных бумаг России (17 августа 1998 г.). Эти события, безусловно, явились следствием недостаточно эффективного механизма регулирования фондового рынка со стороны государства.

Для нормального, бескризисного обращения ценных бумаг необходима система, сочетающая в себе создание и постоянное совершенствование законодательных норм в этой области, контроль за соблюдением законодательства всеми участниками рынка ценных бумаг, начиная с рядового гражданина и заканчивая государственными органами. Система должна быть направлена на защиту и соблюдение законных прав инвесторов, поскольку именно они являются наиболее уязвимым и многочисленным элементом среди всех участников рынка ценных бумаг. Значительное место в данной системе должно принадлежать профилактике кризисных состояний или мерам так называемого привентивного (упреждающего) характера, направленным на выявление наметившихся перекосов, отслежива-

ние возникающих несоответствий в системе экономических отношений между различными слоями участников фондового рынка, нестыковки сфер взаимодействия фондового рынка и других секторов рыночной экономики, изучение фактов, способных нанести рынку ценных бумаг непоправимый ущерб, разрушить существующую стабильность, и принятию адекватных мер по оздоровлению ситуации.

Цель государственного регулирования фондового рынка состоит в нормальном, безкризисном обращении ценных бумаг, создании условий для осуществления инвестиций в экономику через куплю-продажу ценных бумаг, сведении к минимуму возможных потерь инвесторами при осуществлении инвестиций, стабильной работы организаторов торгов и профессиональных участников фондового рынка. Добиваясь стабильности на фондовом рынке, государство тем самым создает условия для саморегулирования экономики, переливов денежных капиталов из одной отрасли в другую, укрепляя таким образом народное хозяйство в целом (нормальное функционирование рынка ценных бумаг оказывает благотворное влияние на экономику).

Опыт развитых стран свидетельствует, что наиболее целесообразным, с точки зрения регулирования рынка ценных бумаг, является разделение регулирования на государственное и профессиональное (то есть осуществляемое специально созданными организациями профессиональных участников рынка ценных бумаг). В соответствии с таким разделением существуют несколько основных моделей регулирования рынка ценных бумаг.

Первая модель предполагает регулирование рынка ценных бумаг в основном государственными органами и передачу лишь небольшой части полномочий по такому регулированию саморегулируемым организациям (Франция).

Вторая модель, наоборот, предполагает передачу наибольшего объема позиций по регулированию фондового рынка саморегулируемым организациям, при этом государство сохраняет за собой лишь основные контрольные полномочия (Великобритания).

В большинстве же случаев имеет место сочетание первой и второй модели.

В процессе регулирования рынка ценных бумаг государство выполняет следующие основные функции:

1) законодательная функция (разработка концепции развития рынка ценных бумаг, программа ее реализации, управление программой) - определение цели и основных направлений развития отношений на фондовом рынке, установление фундаментальных правовых норм, относящихся к принципам отношений на рынке ценных бумаг, функционированию инфраструктуры рынка, статусу про-

фессиональных участников и организаторов торгов, защите прав и интересов инвесторов; осуществление мониторинга развития отношений на рынке ценных бумаг;

2) концентрация ресурсов (государственных и частных) на цели создания рынка ценных бумаг; государство является крупнейшим эмитентом и инвестором: оно использует инструменты рынка ценных бумаг для проведения макроэкономической политики (операции на открытом рынке);

3) установление "правил игры" (требований к эмитентам, инвесторам, профессионалам, утверждение операционных и учетных стандартов);

4) контроль за финансовой устойчивостью и безопасностью рынка (регистрация и контроль за входом на рынок, регистрация ценных бумаг, надзор за финансовым состоянием инвестиционных институтов, контроль за соблюдением правовых и этических норм, применение санкций);

5) создание системы информирования участников фондового рынка о его состоянии, обеспечение раскрытия информации эмитентами, инвесторами, инвестиционными институтами, фондовыми биржами и т.п., страхование от потерь (в том числе государственные или смешанные схемы страхования инвестиций);

6) применение мер по защите прав и законных интересов инвесторов на фондовом рынке, в том числе регистрация эмиссий, допуск иностранных ценных бумаг к обращению на национальные рынки, надзор за деятельностью эмитентов и профессиональных участников рынка ценных бумаг, а также применение законодательства о рынке ценных бумаг.

Государственное регулирование рынка ценных бумаг осуществляется уполномоченными органами посредством:

- регистрации ценных бумаг и проспекта эмиссии, контроля за соблюдением эмитентами условий и обязательств, предусмотренных в них;

- обеспечения раскрытия информации о ценных бумагах эмитентами и участниками рынка;

- аттестации специалистов, лицензирования и контроля деятельности инвестиционных институтов;

- рассмотрения аппелляций инвесторов и других участников рынка ценных бумаг и вынесения по ним заключений, предписаний, обязательных для исполнения участниками рынка;

- регулирования сделок по ценным бумагам, которое распространяется на биржевые и внебиржевые сделки купли-продажи, а также дарение, наследование ценных бумаг, передачу их в уставный

фонд и другие акты, влекущие за собой изменение их собственника. Например, период между датой заключения сделки и оплатой ценных бумаг не может превышать пяти банковских рабочих дней. В случае превышения этого срока сделка считается недействительной, что влечет за собой ответственность покупателя.

Органами государственного регулирования рынка ценных бумаг в Узбекистане являются Госкомимущество, Центр по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг, Министерство финансов, Центральный банк. В разработке нормативных актов, связанных с налогообложением операций с ценными бумагами, принимает участие и Государственный налоговый комитет. Особая роль принадлежит Министерству юстиции, которое подвергает экспертизе, на предмет соответствия действующему законодательству, те или иные разработанные и внесенные на рассмотрение нормативные акты в этой области.

Одним из главных существенных способов государственного регулирования рынка ценных бумаг является регистрация ценных бумаг при их выпуске в обращение. На этом этапе движения ценных бумаг орган, осуществляющий регулирование, должен убедиться в том, что эмиссия ценных бумаг производится под конкретный инвестиционный проект, и средства инвесторов будут израсходованы эффективно, в соответствии с заранее разработанным бизнес-планом, и затем принесут прибыль. Именно при регистрации эмиссии регулирующий орган осуществляет предварительный контроль за деятельностью эмитента с целью заблаговременного предотвращения мошенничества.

КОЛИЧЕСТВО ЗАРЕГИСТРИРОВАННЫХ ВЫПУСКОВ АКЦИЙ В 1999 ГОДУ[1]

№ п/п	Регионы	Кол-во зарегистрированных выпусков	Объем эмиссии (тыс. сумов)	Кол-во акций (штук)
1	Республика Каракалпакстан	34	453586,3	526472
2	Андижанская область	40	412341,2	809373
3	Бухарская область	41	760728,6	1010157
4	Джизакская область	33	596429,7	2281635
5	Навоийская область	20	240228,2	181635
6	Наманганская область	36	262231,1	360648
7	Самаркандская область	37	654944,8	1238871
8	Сурхандарьинская область	25	417081,6	592649
9	Сырдарьинская область	14	168397,5	931725
10	Кашкадарьинская область	36	343956,6	458690
11	Ферганская область	35	821762,5	834443
12	Хорезмская область	23	891876,4	1003418
13	Ташкентская область	26	322800,3	870378
14	г. Ташкент	70	156923,4	3281130
15	Центр. аппарат ЦККФРЦБ	170	306783123,9	332784465
	ИТОГО:	642	314694392,1	347165688

[1] Ежеквартальный бюллетень "По итогам 1999 г."- Ташкент: Госкомимущество Республики Узбекистан, 2000. - С. 37.

Важная роль в процессе государственного регулирования фондового рынка принадлежит лицензированию. Лицензия - это разрешение на осуществление определенного вида деятельности (в частности, на рынке ценных бумаг). Лицензии выдаются органом, ответственным за регулирование фондового рынка в республике, при этом последний может принять решение об отзыве выданной им лицензии или временном приостановлении ее действия в случае нарушения законодательства инвестиционным институтом или фондовой биржей. Обязательным условием получения лицензии на деятельность в качестве инвестиционных институтов является соблюдение установленных органом государственного регулирования рынка ценных бумаг обязательных экономических нормативов достаточности собственных средств и иных показателей, ограничивающих риски с ценными бумагами, а также наличие в штате сотрудников института рынка ценных бумаг лиц, прошедших специальное обучение и имеющих квалификационный аттестат органа, ответственного за регулирование рынка ценных бумаг.

Профессиональный контроль, широко применяемый на развитых рынках и получающий применение в странах СНГ, осуществляется некоммерческими профессиональными организациями профессиональных участников рынка ценных бумаг. Саморегулируемые организации профессиональных участников рынка ценных бумаг (СРО) являются некоммерческими объединениями профессионалов фондового рынка - брокеров, дилеров. Первоначально СРО создавались с целью представления и защиты профессиональных интересов торговцев фондовыми ценностями. Одной из форм СРО является фондовая биржа. Постепенно роль СРО возрастала. С середины 30-х годов XX в. появляются СРО, объединяющие участников внебиржевого фондового рынка.

В настоящее время *СРО осуществляют следующие функции.*

- определение соответствия кандидатов квалификационным требованиям, установленным для осуществления того или иного вида профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг;
- организация обучения и повышения квалификации профессиональных участников рынка ценных бумаг;
- установление правил осуществления сделок на соответствующих фондовых биржах и организованных внебиржевых рынках ценных бумаг;
- разрешение споров между членами СРО в форме арбитража;
- осуществление профессионального контроля деятельности членов СРО, применение дисциплинарных мер к нарушителям правил СРО.

КОЛИЧЕСТВО ИНВЕСТИЦИОННЫХ ИНСТИТУТОВ, ПОЛУЧИВШИХ ЛИЦЕНЗИЮ НА ПРАВО ОСУЩЕСТВЛЕНИЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ, И АННУЛИРОВАННЫХ ЛИЦЕНЗИЙ

Виды деятельности	1992 - 1993 г.г.	1994 - 1995 г.г.	1996 - 1997 г.г.	1998г.	1999г.	Всего	Аннулировано лицензий за 1999г.	Аннулировано лицензий Всего
Инвестиционные посредники	35	47	192	20	6	300	113	166
Инвестиционные консультанты	-	1	26	4	4	35	5	6
Инвестиционные компании	1	21	38	-	2	62	17	40
Приватизационные инвестиционные фонды	-	-	83	5	-	88	24	27
Инвестиционные фонды	-	2	2	2	1	7	1	3
Управляющие компании	-	-	82	4	4	90	43	44
Расчетно-клиринговые компании	-	-	1	2	-	3	1	1
Депозитарии	-	3	10	5	6	24	2	3
Реестродержатели	-	-	28	25	10	63	5	7
Номинальные держатели ценных бумаг	-	-	1	3	2	6	-	-
Иные виды деятельности	6	6	2	-	-	14	-	13
Смешанные виды деятельности	-	13	13	4	-	30	2	17
ИТОГО:	42	93	478	74	35	722	213	327

[1] Ежеквартальный бюллетень "По итогам 1999 г."- Ташкент: Госкомимущество Республики Узбекистан, 2000. - С. 39.

Все вышеперечисленные функции осуществлются СРО исключительно на основе и в рамках соответствующих положений законодательства.

Государственному регулированию подлежат гражданско-правовые отношения, возникающие при выпуске ценных бумаг в обращение и осуществлении различных гражданско-правовых сделок с ценными бумагами в процессе обращения, включая погашение ценных бумаг. Предметом регулирования являются также имущественные права, возникающие при заключении инвестиционных контрактов, на основании которых инвесторы вкладывают свои средства на условиях получения чистого дохода от использования вложенных средств или возврата предоставленных заемных средств с вознаграждением. Участники рынка ценных бумаг - эмитенты, инвесторы, инвестиционные институты и т. д. рассматриваются как субъекты гражданско-правовых отношений.

Государственное присутствие на рынке ценных бумаг проявляется и через регулирование сделок по ценным бумагам. Так, например, каждая операция на рынке ценных бумаг, связанная с изменением цены, владельца, уровня доходности, а также взаиморасчетами по ним, подлежит регистрации в установленном законодательством порядке. Сделки по ценным бумагам подлежат регистрации в момент их осуществления и оформлению в виде отчетности по контрактам на покупку или на продажу в месте осуществления торговли. На фондовых биржах в случаях, когда наблюдается интенсивный сброс ценных бумаг какого-либо эмитента, цены на которые стремительно падают, государственный инспектор может приостановить торги, чтобы не допустить больших потерь со стороны инвесторов до прояснения ситуации.

ГЛАВА 48. ОРГАНЫ, ОСУЩЕСТВЛЯЮЩИЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

Важное место в процессе регулирования фондового рынка принадлежит органам или органу, который наделен полномочиями по регулированию фондового рынка и несет ответственность за координацию и контроль за функционированием рынка ценных бумаг в данной стране. В различных странах такими органами могут быть самые разные организации. Страны в зависимости от особенностей подходов к государственному регулированию рынка ценных бумаг можно разделить на несколько больших групп.

Первая группа - это страны, где органами государственного регулирования фондового рынка являются относительно независи-

мые органы, подчиненные непосредственно законодательной власти или высшим должностным лицам государства. Классическим примером тому является Комиссия по ценным бумагам и фондовым биржам США, подчиняющаяся непосредственно Президенту страны. В Австралии регулированием деятельности на фондовом рынке занимается Комиссия по национальным компаниям и ценным бумагам. В Польше - Комиссия по ценным бумагам. Ее работа контролируется Председателем Совета Министров Польши. В Венгрии - Государственный Надзор за ценными бумагами - государственный административный орган. Руководитель надзора назначается Советом Министров Венгрии.

Вторая группа - это страны, где функции государственного регулирования выполняют министерства финансов (казначейства), в составе которых выделяются специальные подразделения, отвечающие за правопорядок на рынке ценных бумаг и его регулирование. Иногда этими функциями наделяются аппараты других министерств или органов, созданных при правительстве (типичный пример - Япония).

Третья группа - страны, где регулированием фондового рынка на государственном уровне занимаются центральные банки. Например, в Швеции функциями контроля и надзора за рынком ценных бумаг осуществляет Банковская инспекция. Ей предоставлено право контролировать деятельность любого участника рынка ценных бумаг, а также проведения расследований и карательных функций.

Четвертая группа - страны, в которых надзор и другие функции по регулированию фондового рынка возложены на местные органы власти. Последние, как правило, формируют в своем составе специальные подразделения, осуществляющие подобные функции (США до 1934 года, Канада, отчасти Германия).

Пятая группа - страны, где регулированием рынка ценных бумаг занимаются сразу несколько различных органов, специализирующихся на специфических сферах этого рынка. Подобная практика особенно распространена в странах, где на рынке ценных бумаг активно работают коммерческие банки. Этих стран немного. В такой стране, как Германия, наблюдается успешное сочетание практики разделения функций по контролю за фондовым рынком разными субъектами при активном участии органов власти на местах. Органом регулирования рынка ценных бумаг в этой стране является Центральная Комиссия по рынкам. В то же время в соответствии с Законом "О биржах" деятельность фондовых бирж находится под контролем органов, созданных при правительствах земель, где они расположены. К примеру, для Франкфуртской фондовой биржи таким

органом является Министерство экономики и технологии земли Гессен. Во Франции, например, регулирование фондового рынка возложено на Министерство финансов и Комиссию по биржевым операциям. В Южной Корее государственное регулирование рынка ценных бумаг осуществляют Комиссия по ценным бумагам и биржам и Министерство финансов.

Государственный надзор на рынке ценных бумаг осуществляется уполномоченными органами государства. В различных странах СНГ статус и функции подобных органов различны. В ряде стран (Российская Федерация, Казахстан) подобные органы в процессе создания и при осуществлении своих функций являются независимыми от правительства. В других странах такие органы находятся в структуре правительства или отдельных правительственных учреждений. В некоторых странах вопрос с четким определением статуса таких органов не решен до конца (Украина), либо такие органы не существуют вообще (Армения).

Мировой опыт регулирования рынков ценных бумаг свидетельствует, что при достаточном уровне развития национального рынка ценных бумаг наиболее целесообразно, чтобы функции государственного регулирования рынка ценных бумаг осуществлял специально уполномоченный государственный орган, не входящий в систему исполнительной власти и принимающий решения независимо от правительства. Необходимость такой независимости обусловлена тем, что государство объективно выступает на рынке ценных бумаг одновременно в качестве эмитента государственных ценных бумаг, инвестора (то есть держателя крупных пакетов акций национальных и зарубежных компаний) и регулирующего субъекта, устанавливающего правила осуществления деятельности на рынке ценных бумаг, которые изначально должны устанавливать равные возможности для всех участников рынка. Поскольку государство в лице правительства выступает в качестве эмитента и инвестора, оно должно осуществлять свою деятельность на равноправной основе с другими (негосударственными) субъектами. Поэтому регулирование рынка ценных бумаг специально уполномоченным органом, не входящим в состав правительства и неподотчетным ему, является, хотя и небезусловной, но определенной гарантией от конфликтов интересов, при которых государство устанавливало бы правила, заведомо более благоприятные для него по сравнению с другими участниками рынка ценных бумаг. Безусловно, в каждой отдельно взятой стране СНГ применение принципа независимости государственного органа, регулирующего рынок ценных бумаг, может иметь место в той или иной форме либо не может иметь места вообще в силу экономичес-

ких, демографических или политических причин, культурных традиций и других оснований. В сущности, решение данного вопроса относится к сфере публично-правовых отношений, однако функционирование независимого государственного органа по регулированию в этой сфере является одним из внешних показателей развитости национального рынка ценных бумаг и одной из генеральных тенденций развития рынка ценных бумаг вообще.

В Узбекистане в начале 90-х годов вопросами регулирования рынка ценных бумаг занималось специальное управление при Министерстве финансов. В сентябре 1995 года в соответствии с Указом Президента Республики Узбекистан от 7 сентября 1995 г. была создана Государственная комиссия по ценным бумагам и фондовым биржам, состоявшая из представителей различных органов государственного управления (Министерство финансов, Центральный банк, Министерство юстиции, Госкомимущество), фондовой биржи, инвестиционных институтов в количестве 17 человек. Комиссия имела свои подразделения в каждой области республики. Комиссия осуществляла разработку законопроектов в области регулирования фондового рынка, регистрацию выпусков ценных бумаг, контроль за деятельностью эмитентов, лицензирование профессиональных участников рынка ценных бумаг и контроль за их деятельностью. В соответствии с Указом Президента Республики Узбекистан от 26 марта 1996 года на базе вышеуказанной комиссии создается Центр по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг при Госкомимуществе Республики Узбекистан (далее Центр) с территориальными подразделениями (отделами) в областях в составе территориальных подразделений Госкомимущества. Основными задачами и направлениями деятельности Центра являются:

- реализация государственной политики в области формирования, развития, контроля и регулирования рынка ценных бумаг;
- ведение единых реестров зарегистрированных в республике выпусков ценных бумаг и участников фондового рынка, создание банка данных о структуре, развитии рынка ценных бумаг, регулирование обращения ценных бумаг, организация учета и отчетности;
- контроль и обеспечение выполнения законодательства о ценных бумагах всеми государственными органами и субъектами;
- разработка нормативных актов, обеспечивающих необходимые правовые условия для выпуска и эффективного обращения ценных бумаг узбекских и иностранных эмитентов на национальном и международном рынках;
- защита прав и интересов юридических и физических лиц - инвесторов, осуществляющих операции с ценными бумагами;

- широкое информирование инвесторов и общественности о состоянии рынка ценных бумаг и его участниках;

- участие в создании эффективной инфраструктуры рынка ценных бумаг;

- координация деятельности министерств, ведомств, местных органов управления, профессиональных и непрофессиональных участников рынка ценных бумаг.

Решения Центра, принятые в пределах его полномочий, являются обязательными для исполнения государственными и местными органами управления, хозяйствующими субъектами, профессиональными и непрофессиональными участниками рынка ценных бумаг, их объединениями, а также гражданами Узбекистана и иностранных государств, осуществляющими операции с фондовыми ценностями на территории Узбекистана.

Центр возглавляется Генеральным директором, который по должности является заместителем Председателя Госкомимущества Республики Узбекистан. Два заместителя Генерального директора Центра назначаются правительством. Центр имеет свои отделы в областях, которые подчиняются также территориальным подразделениям Госкомимущества. Руководители отделов назначаются территориальными подразделениями Госкомимущества по согласованию с Генеральным директором Центра. Общее количество сотрудников Центра по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг при Госкомимуществе составляет 180 единиц, в том числе аппарата Центра 45 единиц. Финансирование текущей деятельности Центра и его подразделений в областях осуществляется за счет республиканского бюджета.

Центр по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг производит регистрацию выпусков ценных бумаг, проспектов эмиссии ценных бумаг эмитентов, в том числе и иностранных, на территории Республики Узбекистан. Он ведет единые государственные реестры зарегистрированных в Узбекистане выпусков ценных бумаг, составляет ежегодные публичные отчеты о количестве зарегистрированных ценных бумаг по видам, осуществляет надзор за деятельностью эмитентов, осуществляет меры по созданию информационной системы, автоматизации и компьютеризации работ с ценными бумагами, контролирует полноту раскрытия информации эмитентами, осуществляет мероприятия по защите прав и интересов инвесторов в части управления акционерными обществами.

Центр совместно с другими государственными органами участвует в создании инфраструктуры рынка ценных бумаг, лицензирует дея-

тельность инвестиционных институтов, устанавливает квалификационные требования к профессиональным участникам рынка ценных бумаг, проводит их аттестацию, выдает свидетельства. Им устанавливаются требования к ведению реестра владельцев ценных бумаг, учетного регистра и их соблюдению, по согласованию с Министерством финансов утверждаются размеры тарифов за услуги Центрального депозитария, совместно с Центральным банком осуществляется надзор за деятельностью коммерческих банков на рынке ценных бумаг.

В части интеграции национального рынка ценных бумаг в международный рынок капиталов Центр определяет условия и порядок обращения ценных бумаг узбекских эмитентов за рубежом и иностранных эмитентов на территории Узбекистана, сотрудничает с международными и иностранными органами регулирования рынка ценных бумаг в области координации совместной деятельности по контролю исполнения законодательных и нормативных актов по ценным бумагам, унификации проведения операций с ценными бумагами на внутреннем и внешнем рынках, надзору за деятельностью их участников, контролирует правильность проведения операций с ценными бумагами и осуществляет надзор за соблюдением правил, квот допуска ценных бумаг иностранных эмитентов к обращению на территории Узбекистана и принимает предусмотренные законом меры к нарушителям данных правил и квот.

Будучи органом, призванным объединить усилия всех субъектов рынка в обеспечении нормального обращения ценных бумаг, Центр координирует деятельность участников фондового рынка, разрабатывает единые требования к осуществлению профессиональной деятельности на этом рынке, правила совершения операций с ценными бумагами, стандарты учета и отчетности проведения операций с ценными бумагами, координирует и направляет деятельность объединений (ассоциаций) профессиональных участников рынка ценных бумаг для обеспечения исполнения законодательных и нормативных актов, унификации выпуска, допуска, обращения и хранения ценных бумаг, учета и отчетности, проведения операций с ценными бумагами, надзора за деятельностью участников этого рынка.

Центр наделен широкими полномочиями, позволяющими ему осуществлять предварительный и последующий контроль за деятельностью участников рынка ценных бумаг. В частности, он имеет право требовать у эмитентов фондовых бирж копии уставов, правил, регламентов, инструкций, типовых документов, обязательных к составлению и их публикации. Допускается проведение Центром проверок бухгалтерской документации эмитентов и других участников

фондового рынка на предмет достоверности опубликованной информации о ценных бумагах и операциях с ними. Центр рассматривает жалобы инвесторов и других участников рынка на нарушение их прав и интересов, касающихся эмиссии, обращения и проведения операций с ценными бумагами, и вправе провести проверку фактов таких нарушений.

В отношении нарушителей законодательства в области рынка ценных бумаг Центр имеет право применять целый ряд санкций. Например, в случае проведения эмитентом без утверждения проспекта эмиссии рекламной кампании по предложению к открытой подписке ценных бумаг Центр может приостановить такую кампанию. Он может потребовать от фондовой биржи исключения или отстранения от деятельности члена биржи в случае нарушения последним законодательства. Центр имеет также право вносить предписания, обязательные для рассмотрения и исполнения участниками рынка ценных бумаг, с временным приостановлением сделок по купле-продаже, передаче в доверительное управление, хранению ценных бумаг. В отношении нарушителей законодательства могут применяться также приостановление или ограничение эмиссии и обращения ценных бумаг, сделок на фондовых биржах, операций по клирингу и расчетам, приостановление или лишение граждан аттестатов на право профессиональной деятельности с ценными бумагами, передача материалов по выявленным нарушениям в правоохранительные органы и т.п. Кроме того, в арсенале инструментов воздействия на участников фондового рынка важную роль играют экономические санкции (от 70 до 800 минимальных размеров оплаты труда, установленных правительством Узбекистана), а также передача в уполномоченные государственные органы выявленных им сведений, касающихся признания акционерных обществ несостоявшимися. При Центре по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг действует Совет по рассмотрению апелляций, персональный состав которого утвержден Кабинетом Министров Республики Узбекистан. Совет рассматривает поступающие апелляции на неправомерные действия участников рынка ценных бумаг, вынося по ним решения, проекты важнейших нормативных документов, а также вопросы, связанные с реализацией государственной политики по формированию, развитию, контролю и регулированию рынка ценных бумаг в Узбекистане.

В составе центрального аппарата Министерства финансов функционирует Управление по контролю за начислением и использованием хозяйствующими субъектами дивидендов по государственной доле имущества, а также соответствующие отделы в составе местных

ПРОВЕДЕННЫЕ ПЛАНОВЫЕ ПРОВЕРКИ АКЦИОНЕРНЫХ ОБЩЕСТВ И ИНВЕСТИЦИОННЫХ ИНСТИТУТОВ ПО РЕСПУБЛИКЕ УЗБЕКИСТАН ЦЕНТРОМ ПО КООРДИНАЦИИ И КОНТРОЛЮ ЗА ФУНКЦИОНИРОВАНИЕМ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ ЗА 1999 г.[1]

№ п/п	Регионы	Кол-во проверенных АО и инвестиционных институтов	Кол-во выявленных нарушений	Кол-во выданных предписаний	Кол-во выполненных предписаний	Кол-во экономических санкций	Сумма экономических санкций (тыс. сумов)	Кол-во аннулированных лицензий	Кол-во аннулированных квалификационных аттестатов	Кол-во нарушений, переданных в правоохранительные органы
1	РК	22	98	19	19	-	-	-	0	
2	Андижанская	42	60	31	31	5	908,7	-	-	
3	Бухарская	36	44	30	20	7	797,3	-	-	
4	Джизакская	29	133	26	16	7	1295,3	-	-	
5	Кашкадарьинская	44	428	43	38	43	3449,9	-	-	
6	Навоийская	28	100	28	27	6	646,8	-	-	
7	Наманганская	43	115	39	28	6	739,2	-	-	
8	Самаркандская	159	389	155	105	12	2231,8	-	-	8
9	Сырдарьинская	78	300	56	5	3	1020,1	-	-	
10	Сурхандарьинская	52	64	36	34	4	1333,2	-	-	
11	Ташкентская	28	86	15	8	8	1478,4	-	-	1
12	Ферганская	182	207	92	79	40	2792,5	-	-	
13	Хорезмская	100	280	44	38	49	6926,6	-	-	
14	г. Ташкент	82	292	78	72	35	7885,8	-	-	
15	По центральному аппарату	22	45	11	7	6	1861,2	213	-	
	ИТОГО:	947	2621	703	527	231	33366,8	213	0	9

[1] Ежеквартальный бюллетень "По итогам 1999 г.". - Ташкент: Госкоммимущество Республики Узбекистан, 2000. - С. 39.

финансовых органов с общей численностью 63 штатные единицы, в том числе центрального аппарата - 11 штатных единиц. Управление осуществляет функции по:

- учету и мониторингу всех видов доходов от государственного имущества;
- систематическому контролю за правильностью и полнотой начисления дивидендов (доходов) по государственной доле акций (паев), а также за целевым использованием дивидендов по государственной доле акций (на развитие и техническое перевооружение предприятий) с правом изъятия в республиканский бюджет дивидендов по государственной доле, используемых не по назначению;
- созданию и ведению электронной базы данных о финансово-экономическом состоянии предприятий, где существует вклад государства.

Кроме того, в составе Министерства финансов функционирует Управление эмиссии государственных ценных бумаг численностью 18 человек и Управление по дивидендной политике, которое контролирует полноту раскрытия информации эмитентами, осуществляет мероприятия по защите прав и интересов инвесторов в части управления акционерными обществами. В Центральном банке функционирует Управление ценных бумаг.

ГЛАВА 49. КОМИССИЯ ПО ЦЕННЫМ БУМАГАМ И ФОНДОВЫМ БИРЖАМ США

Комиссия по ценным бумагам и фондовым биржам является независимым органом федерального правительства. Руководство ею осуществляется пятью членами правительства, назначенными Президентом США и одобренными большинством голосов в Сенате. Комиссия осуществляет не только исполнительные функции (управление и надзор за выполнением законов), но частично законодательные (принятие нормативных актов) и судебные функции (вынесение судебных решений по приостановлению или лишению лицензий). Относительная независимость Комиссии от Президента США объясняется спецификой ее структуры. В отличие от других, назначаемых Президентом официальных лиц, например, государственного секретаря или министра обороны, которые могут быть сняты со своих постов по указанию Президента, члены Комиссии по ценным бумагам и фондовым биржам лишаются своего поста только в связи с недостойным поведением. Однако с 1934 года не было ни одного случая отстранения члена Комиссии от работы. К тому же члены Комисии назначаются на пятилетний срок, в течение кото-

рого ежегодно меняется один из членов Комиссии. Это делается для того, чтобы вновь избранный Президент при вступлении в должность не мог заменить весь состав Комиссии. На практике некоторые члены уходят со своего поста раньше назначенного срока, а другие подают прошение об отставке вновь избранному Президенту. Такая система ротации дает ожидаемые результаты.

По Закону 1934 года (которым и была создана Комиссия), не более трех ее членов могут состоять в одной политической партии. Хотя это положение не позволяет Президенту формировать Комиссию только из членов своей политической партии, независимость ее работы все же ослаблена рядом факторов. Во-первых, Президент назначает одного из пяти членов председателем Комиссии. Председатель является весьма влиятельным лицом, так как в его обязанности входит подготовка проекта бюджета Комиссии, назначение руководящих работников и подготовка повестки дня по обсуждению круга вопросов, подлежащих рассмотрению в Комиссии. Во-вторых, Комиссия является совещательным органом, где решения принимаются большинством голосов при наличии кворума (три члена Комиссии). Соответственно для принятия решения требуется максимум три голоса. В третьих, хотя Президент не может назначить на два места из пяти членов своей политической партии, он, тем не менее, может отдать эти должности тем, кто одобряет его политику. Наконец, бюджет Комиссии вносится на рассмотрение через административно-бюджетное управление, являющееся правой рукой Белого дома.

Комиссия по ценным бумагам и фондовым биржам США - это коллегиальный совещательный орган, который собирается много раз ежемесячно. Некоторые заседания Комиссии проходят при открытых дверях, как того требует федеральное законодательсто. Однако при необходимости проводятся и закрытые заседания (при обсуждении, например, рекомендаций своих сотрудников, связанных с судебными разбирательствами, соблюдением закона, с целью защиты прав отдельных лиц, являющихся субъектами данного разбирательства, либо для обсуждения конфиденциальной информации, которая может резко повлиять на ситуацию на рынке ценных бумаг.

Заседания Комиссии проводятся для рассмотрения и решения вопросов, с которыми штатные работники обращаются к ее членам. Такие вопросы могут включать толкование государственных законов о ценных бумагах, поправки к существующим правилам работы на рынке ценных бумаг в рамках законодательства, меры по исполнению законов или по дисциплине законов, законодательные акты, предлагаемые Комиссией, а также вопросы, связанные с руковод-

ством самой Комиссии. Пять членов Комиссии и штатные сотрудники во время таких заседаний проводят обширные дискуссии.

Штат Комиссии, насчитывающий около 3000 человек, состоит из юристов, бухгалтеров, специалистов-аналитиков и экспертов в области финансов, инженеров, научных работников, экономистов и экспертов из других областей, а также административно-служебный персонал. Все сотрудники работают в отдельных секторах, каждый из которых отвечает за конкретную сферу применения государственного законодательства по ценным бумагам; начальники отделов и секторов назначаются председателем. Штаб-квартира Комиссии находится в Вашингтоне, округ Колумбия. Комиссия имеет местные отделения в семи крупных городах, расположенных по всей территории США.

Персонал Комиссии. Персонал рассредоточен по отделениям и офисам, которые отвечают за различные аспекты федерального законодательства о ценных бумагах. Комиссии подчиняются отделения Правоприменения, Финансов корпораций, Регулирования рынка и Управления инвестированием. Офис главного юрисконсульта является главным источником предоставления общих юридичеких советов Комиссии. Он несет ответственность за судебные процессы в апелляционной и других инстанциях и некоторые другие юридические вопросы. В состав Комиссии включаются следующие основные офисы: офис главного бухгалтера; офис по международным делам; офис по законодательным вопросам; офис экономического анализа; офис судей административного закона, офисы секретаря и генерального инспектора. Другая группа офисов занимается управленческой работой. Они также отвечают за конкретные направления деятельности Комиссии. Сюда входят офисы исполнительного директора, контролера, регистрации докуменов и информационного обслуживания, административный и кадровый, офис информационной технологии, а также офисы связи с общественностью, оценки политики исследований.

✓ **Отделения**

Отделение финансов корпораций. Это отделение отвечает за то, чтобы требования по раскрытию информации выполнялись корпорациями, зарегистрированными в Комиссии. Его работа включает рассмотрение заявлений о регистрации новых ценных бумаг, документов по доверенности и годовых отчетов, требуемых Комиссией от открытых акционерных обществ, материалов, касающихся тендерных предложений, а также слияний и поглощений компаний. Отделение обеспечивает административное толкование Закона о ценных бумагах, Закона о торговле ценными бумагами и их положений для

участников фондового рынка. Оно несет ответственность за определенные законодательные положения и правила, относящиеся к мелкому бизнесу и Закону о контракте между держателем акций и компанией 1939 года. Заявки на утверждение таких контрактов рассматриваются в соответствии с требованиями законодательства и правилами Комиссии. Отделение финансов корпораций работает в тесном сотрудничестве с Офисом главного бухгалтера, разрабатывая проекты правил и положений, определяющих требования к финансовым отчетам.

Отделение регулирования рынка. Отделение осуществляет наблюдение за функционированием вторичного рынка, отвечает за регистрацию и регулирование деятельности брокеров-дилеров, осуществляет мониторинг за деятельностью саморегулируемых организаций и других участников вторичного рынка ценных бумаг (трансферт-агентов, клиринговых организаций и др.). Под контролем этого отделения находятся финансовая ответственность вышеупомянутых организаций, торговая и сбытовая сфера. Кроме того, оно осуществляет деятельность, направленную на достижение цели системы национального рынка, которая изложена в Поправках к Закону о ценных бумагах 1975 г. Отделение разрабатывает и представляет вопросы структуры рынка на рассмотрение членов Комиссии. Оно осуществляет контроль над Корпорацией по защите инвесторов в ценные бумаги и Советом по составлению правил по муниципальным ценным бумагам.

Отделение управления инвестициями. Управление инвестициями осуществляется в соответствии с Законом об инвестиционных компаниях 1940 г. и Закона об инвестиционных консультантах 1940 г. В 1980 году отделение приняло на себя ответственность за исполнение Закона о холдинговых компаниях в коммунальном хозяйстве 1935 г. Персонал отделения обеспечивает выполнение правил, касающихся регистрации, финансовой ответственности, практики продаж и рекламирования взаимных фондов и инвестиционных консультантов. Новые продукты, предлагаемые этими организациями, рассматриваются персоналом отделения. В этом отделении оформляются регистрационные заявления инвестиционных компаний, заявления о доверенности и публичные отчеты по Закону о ценных бумагах.

Отделение офиса регулирования коммунального хозяйства. Это отделение следит за деятельностью 12 действующих зарегистрированных систем холдинговых компаний, обеспечивая соответствие их корпоративных структур и финансирования определенным требованиям Закона о холдинговых компаниях. Персонал отделения анализирует юридические, финансовые, проектно-конструкторские и дру-

гие аспекты соблюдения вышеупомянутого закона. Офис принимает участие в слушаниях для создания при необходимости фактической отчетности, представляет сводки и участвует в устных выступлениях перед Комиссией.

*Отделение правоприменения. **Правоприменение - приведение в исполнение федеральных законов о ценных бумагах.*** Отделение осуществляет расследование возможных нарушений этих законов и представление рекомендаций о соответствующих средствах юридической защиты от таких нарушений на рассмотрение Комиссии. Нарушения могут выявляться в результате собственных расследований, проводимых отделением, передачи из других отделений Комиссии, от посторонних источников - таких, как саморегулируемые организации, или другими путями, включая жалобы инвесторов. Когда нарушение законодательства о ценных бумагах дает основание для расследования, отделением до начала расследования проводятся консультации с Комиссией. Последняя может принять решение о вызове лица в суд, выдать распоряжение о расследовании или других действенных мерах. После завершения расследования Комиссия имеет право уполномочить отдел на затребование запретительного решения суда или иных судебных мер в отношении организаций или лиц, деятельность которых регулируется Комиссией.

✓ **Деятельность отделений**

Деятельность Комиссии является в большей степени исправительной, чем карательной. Ее главная функция состоит в обеспечении защиты инвестора через полное раскрытие существующей информации, а также в достижении того, чтобы участники рынка ценных бумаг вели свою работу справедливо и честно, выполняли федеральные законы о ценных бумагах и существующие правила. Комиссия обладает гражданскими полномочиями для приведения в силу федеральных законов о ценных бумагах и использует это право, когда есть основания полагать, что законы были нарушены или могут быть нарушены. Комиссия тесно сотрудничает с другими "правоприменяющими" органами в вопросах, представляющих взаимный интерес.

Толкование и ориентация. На основании ответственности и полномочий, предоставляемых федеральными законами, каждое отделение Комиссии обеспечивает ориентацию и может давать советы регистрирующимся компаниям, а также тем, кто планирует осуществить регистрацию, общественности и прочим. Эта информация предоставляется для того, чтобы помочь обеспечить соблюдение закона и его положений. Например, отделение может дать совет, содержащий неформальное мнение о том, является ли предложение

определенных ценных бумаг предметом регистрационных требований по закону, или рекомендацию относительно выполнения требований по раскрытию информации на соответствующем регистрационном бланке. Такие толкования правил и законов помогают обеспечить выполнение требований регистрирующимся компаниям. Большинство отделений, помимо этого, периодически выпускает бюллетени "отсутствия действий", в которых указывается, будет ли отделение рекомендовать Комиссии действия по вопросам, касающимся компаний, регистрирующихся "при определенных обстоятельствах".

Разработка правил. Одним из наиболее распространенных видов деятельности, которыми занимается отделение, является разработка правил. Задача Комиссии - требовать от регулируемых организаций эффективно раскрывать информацию, с минимальной затратой усилий и средств. Именно поэтому осуществляется постоянный пересмотр применения утвержденных правил и регистрационных форм. Если опыт показывает, что конкретное требование не способствует решению поставленной им цели или что правило вызывает неоправданные усилия по сравнению с конечными результатами, персонал представляет эту проблему на рассмотрение Комиссии, которая рассматривает возможность модификации правила или требования.

Многие предложения по модификации правил являются следствием широких консультаций с компаниями-эмитентами и профессиональными участниками рынка ценных бумаг. Обычно Комиссия заранее представляет публичное уведомление о предложениях по принятию новых или измененных правил или регистрационных форм и дает возможность заинтересованным представителям общественности предложить свои замечания. Комиссия решает, обычно на открытых собраниях, являются ли новые правила или поправки к существующим обоснованными. Предложения, утвержденные Комиссией, становятся обязательными в течение определенного периода времени после их публикации в соответствующем федеральном регистре.

Расследования. В соответствии с законодательством Комиссия обязана расследовать жалобы и сигналы о возможных нарушениях операций с ценными бумагами. Большинство из них подпадает под Закон о ценных бумагах и Закон о торговле ценными бумагами. Расследование и любая последующая законоприменяющая деятельность осуществляется преимущественно местными офисами Комиссии и Отделом правоприменения. Большинство расследований проводится в частном порядке. Сущность нарушения определяется через неформальные исследования, опрос свидетелей, изучение брокерской отчетности и других документов, рассмотрение документов по торговле.

Комиссия имеет право вызвать причастных к делу лиц в суд с требованием свидетельских показаний под присягой и требовать предоставления книги отчетности и других документов, относящихся к расследуемому вопросу. Основными же источниками деятельности по обнаружению нарушений закона при сделках с ценными бумагами являются обращения и жалобы со стороны инвесторов, широкой общественности. Другим важным источником являются инспекции, проводимые местными офисами или отделами Управления рынком или Регулирования рынка, книги отчетности регулируемых лиц на предмет определения соответствия их деловой практики предписанным правилам. Наконец, еще одним способом является изучение колебаний рынка конкретных акций, не являющихся результатом общих тенденций рынка или известных обстоятельств, связанных с выпустившей их компанией.

Расследования часто касаются продажи без регистрации ценных бумаг, которые должны быть зарегистрированы по закону. Введение в заблуждение или сокрытие существенных фактов, касающихся ценных бумаг, предлагаемых на продажу, также является распространенным предметом расследований. Положения закона против мошенничества применяются к случаям покупки ценных бумаг, когда речь идет об умышленном введении в заблуждение, нераскрытии существенных фактов, на знание которых имеет право продавец. Например, в определенных ситуациях незаконной является покупка ценных бумаг у другого лица, с сокрытием при этом существенной информации, свидетельствующей о том, что стоимость ценных бумаг значительно выше, чем та, по которой они покупаются. Эти положения применяются не только к сделкам между брокерами и дилерами и их клиентами, но также к повторному приобретению ценных бумаг выпускающей компанией или ее инсайдерами.[1]

Другие типы исследований относятся к манипулированию рыночными ценами на ценные бумаги; злоупотреблению или закладыванию фондов или ценных бумаг клиентов; ведению дел с ценными бумагами будучи неплатежеспособным; покупке или продаже брокерами-дилерами ценных бумаг клиентов или клиентам по ценам, не соответствующим рыночным, нарушению брокерами-дилерами своих обязанностей по ведению справедливого бизнеса с клиентами.

Обычный тип нарушений представляет собой деятельность брокера-дилера, который завоевывает доверие клиента, а затем забирает себе нераскрытую сумму прибыли от сделки с ценными бумагами, осуществленной с клиентом или для него, сверх оговоренной суммы комиссионных. Например, брокер-дилер может купить ценные

[1] Инсайдер - лицо, располагающее служебной информацией в силу своего служебного положения, трудовых обязанностей или договора, заключенного с эмитентом, которая ставит это лицо в преимущественное положение по сравнению с другими субъектами рынка ценных бумаг.

бумаги у клиентов по ценам, значительно более низким или продать ценные бумаги клиентам по ценам, значительно более высоким, чем их существующая рыночная стоимость. В большинстве таких случаев брокер-дилер не рискует понести убыток: покупки у клиентов производятся только в том случае, если могут происходить одновременные продажи по ценам, значительно превышающим те, что он уплатил своим клиентам. Напротив, продажи клиентам производятся только тогда, если могут быть осуществлены одновременные покупки по ценам, значительно более низким, чем те, которые были даны клиентам. Распространен тип нарушений, связанный с фирмами, занимающимися сделками в большом масштабе, на счет клиента (называемый "взбивание") для получения более высоких комиссионных, обычно без учета какой-либо вытекающей пользы для клиента.

Расследования Комиссии, проводимые в частном порядке, в сущности являются поисками фактов. Факты, собранные персоналом, рассматриваются Комиссией для определения того, имеет ли место нарушение закона; необходимо ли предпринять действия для определения того, действительно ли нарушение имело место; и если это действительно так, то необходимо ли применение определенных санкций. Когда факты указывают на возможное мошенничество или нарушение закона, Комиссия имеет право:

- подать гражданский иск в соответствующий окружной суд США на предмет принятия решения, запрещающего деятельность или практику, нарушающую закон или правила Комиссии, или же просить суд принять запретительные меры - такие, как возвращение незаконно приобретенного или наложение штрафов;

- принять административные меры судебной защиты, когда по-сле слушания приостанавливается членство или производится исключение из членов биржи или внебиржевой дилерской ассоциации;

- отказать, приостановить или отменить регистрацию брокеров-дилеров;

- внести порицание за неправомерное поведение или запретить лицам, нарушившим закон, (временно или постоянно) участвовать в работе на рынке ценных бумаг.

Административные разбирательства. Все формальные административные разбирательства Комиссии проводятся согласно ее Практическим правилам в соответствии с Законом об административных процедурах. Этими правилами устанавливается процедурная защита для обеспечения прав и интересов сторон этих разбирательств. Сюда входят требования о своевременном уведомлении о разбирательстве и достаточном изложении вопросов или обвинений для того, чтобы

стороны могли надлежащим образом подготовить свое дело. Все стороны, включая юрисконсульта участвующего отделения или офиса Комиссии, могут присутствовать на слушаниях и представлять свидетельства, а также осуществлять перекрестный допрос свидетелей. Кроме того, другие заинтересованные лица могут участвовать или получить право на участие в слушаниях.

Слушания проводятся, обычно, судьей по административным правонарушениям, назначаемым Комиссией. Должностное лицо, руководящее устным разбирательством, независимо от участвующего отделения или офиса выносит решение о допуске свидетелей и по другим вопросам, возникающим в ходе слушания. Затем судья готовит и регистрирует первоначальное решение. Копии первоначального решения предоставляются сторонам, которые могут подавать заявления на пересмотр Комиссии. Если пересмотр не запрашивается и Комиссия не распоряжается о пересмотре по собственной инициативе, первоначальное решение становится окончательным, и распоряжение судьи, руководящего устным слушанием, вступает в силу. Если Комиссия пересматривает первоначальное решение, стороны и участники могут представлять краткое изложение и устно излагать свою позицию перед Комиссией. На основании независимого пересмотра отчета Комиссия готовит и представляет собственное решение. Офис по мнениям и рассмотрению помогает Комиссии в этом вопросе. По закону любое лицо или фирма, не согласные с решением Комиссии, могут требовать его пересмотра соответствующим апелляционным судом США. Первоначальные решения должностных лиц, руководящих устным разбирательством, равно как и решения Комиссии, предаются гласности (публикуются).

Комиссия располагает только гражданскими полномочиями. Однако, если есть указание на мошенничество или иное умышленное нарушение закона, Комиссия может передавать эти факты Министерству юстиции с рекомендацией о возбуждении уголовного преследования нарушителей. Министерство юстиции по таким фактам обычно начинает свое расследование. В таких расследованиях принимает участие и Комиссия.

✓ **Офисы**

Офис главного юрисконсульта. Офис главного юрисконсульта служит в качестве центра для рассмотрения всех апелляций и других судебных процессов, начатых Комиссией, или в связи с нарушением законов о ценных бумагах или же против Комиссии или ее персонала. Главный юрисконсульт является главным юристом Комиссии. В обязанности этого офиса входит представление Комиссии документов в ходе судебных разбирательств, работа с юридическими вопросами по

всем отделениям, выступления в дисциплинарных разбирательствах (согласно правилам ведения работы) и предоставление советов и помощи рабочим отделениям и офисам. Советы касаются толкования законодательства, разработки правил законодательных вопросов и других юридических проблем, публичных или частных расследований в Конгрессе. Главный юрисконсульт занимается всеми оспариваемыми судебными процессами и ответственностью Комиссии по Кодексу о банкротстве, а также всеми связанными с этим вопросами. Он также представляет Комиссию во всех случаях в апелляционных судах, давая краткие комментарии и выражая устные мнения от имени Комиссии.

По своей природе, работа Комиссии является, главным образом, юридической. Комиссия может рекомендовать пересмотр законодательных актов, по которым она работает. Кроме того, Комиссия готовит замечания по предлагаемому законодательству, которое может иметь отношение к ее работе, или когда ее мнение запрашивается комитетами Конгресса. Офис главного юрисконсульта вместе с отделением, на которое влияет такое законодательство готовят соответствующую аргументацию.

Офис главного бухгалтера. Главный бухгалтер консультирует представителей бухгалтерского дела и организаций, устанавливающих стандарты в этой области, относительно публикации новых или пересмотренных стандартов в бухгалтерском деле и аудите. Основная задача Комиссии - улучшение стандартов бухгалтерского дела и аудита и поддержание высокого профессионального уровня независимых бухгалтеров.

Этот офис разрабатывает также правила и положения, определяющие требования к финансовым отчетам. Многие бухгалтерские правила содержатся в так называемом Положении R-X, одобренном Комиссией. Это положение наряду с общепринятыми бухгалтерскими принципами, разработанными нормативными бухгалтерскими организациями, определяет форму и содержание большинства финансовых отчетов, подаваемых в Комиссию.

Офис приводит в исполнение законодательные акты и правила, требующие, чтобы финансовые отчеты, подаваемые в Комиссию, не зависели от своих клиентов. Офис дает рекомендации по случаям, возникающим в связи с Правилами работы Комиссии, где определяются причины, по которым бухгалтеру может быть отказано в привилегии работы с Комиссией. Причины могут включать отсутствие моральной устойчивости и честности, способности представлять других, неэтичное, непрофессиональное поведение или умышленное нарушение (умышленное содействие и подстрекательство к нарушению) любого федерального закона, правила или положения

о ценных бумагах. Главный бухгалтер руководит проведением процедур в связи с бухгалтерскими расследованиями, производимыми персоналом Комиссии.

Офис по международным делам. Офис по международным делам несет ответственность за переговоры и осуществление соглашений по обмену информацией, координацию и организацию исполнения и управленческой помощи зарубежным коллегам Комиссии, получение помощи от зарубежных коллег и разработку законодательства, а также других мер, содействующих международному сотрудничеству. Персонал оказывает особую помощь в вопросах международных судебных процессов - такую, например, как обслуживание зарубежной деятельности, сбор доказательств, имеющихся за границей, через международные конвенции, замораживание зарубежных активов и приведение в исполнение приговоров, полученных Комиссией в Соединенных Штатах, против иностранных сторон. Персонал также проводит переговоры о двустороннем обмене информацией и соглашениях с иностранными государственными органами об облегчении получения доказательств за границей для использования в расследованиях и судебных процессах. Сотрудники офиса действуют также в качестве консультантов для других отделов Комиссии и должностных лиц по вопросам существующих международных программ и деятельности за рубежом.

Офис по вопросам законодательства. Офис по вопросам законодательства отвечает за координацию законодательных действий Комиссии и связь между нею и Конгрессом, включая подготовку свидетельских показаний в Конгрессе. Офис служит в качестве связующего звена с членами, комитетами Конгресса и персоналом, отвечает на запросы Конгресса и распространяет информацию о законодательных предложениях Комиссии и других ее действиях. Офис также координирует информацию о законодательстве, которой интересуются Комиссия с Офисом управления и бюджета, а также другие правительственные отделы и агентства, отвечает на запросы общественности о таком законодательстве и свидетельских показаниях Комиссии перед Конгрессом. Офис следит за деятельностью Конгресса, интересующей Комиссию, и распространяет информацию об этой деятельности среди соответствующих официальных лиц Комиссии.

Офис генерального инспектора. Офис генерального инспектора отвечает за проведение аудита, расследование программ и деятельности аудиторских агентств, рассмотрение существующего и предлагаемого законодательства, связанного с их деятельностью. Офис разрабатывает рекомендации для стимулирования экономики и повышения ее эффективности, а также предотвращения мошенниче-

ства и злоупотреблений в программах и деятельности агентств. Офис вносит предложения, направленные на поддержание отношений между Комиссией и федеральными, штатными и местными правительственными агентствами и неправительственными организациями в отношении программ и деятельности, включая выявление и преследование лиц, участвующих в мошенничестве и злоупотреблениях.

Офис экономического анализа. Этот офис занимается экономическими и практическими вопросами, неразрывно связанными с регулирующей деятельностью Комиссии. Он тесно сотрудничает с отделениями, отвечающими за предложения по правилам. Вне зависимости от того, работает ли он с одним из действующих отделений или независимо обслуживает Комиссию, он анализирует воздействие выгоды от предлагаемого регулирования и проводит исследования действующих правил. В более конкретном аспекте офис анализирует изменения в правилах и проводит долгосрочные исследования и планирование политики. Для достижения этого он создает и поддерживает различные компьютерные базы данных, разрабатывает программы для обеспечения доступа к данным, а также разрабатывает и испытывает альтернативные методологии. Офис проводит оценку воздействия положений о рынке ценных бумаг на эмитентов (в частности на мелких), брокеров-дилеров и на экономику в целом. К числу аспектов, находящихся под его наблюдением, относятся изменяющаяся структура национального рынка и регуляционные изменения, влияющие на способность мелкого бизнеса мобилизовать капитал.

Офис экономического анализа анализирует существенные события на рынке. Его работа включает сбор и анализ данных в широком диапазоне деятельности рынка, которые могут заинтересовать Комиссию. Например, выпуск нового типа ценных бумаг, действия публичных организаций и их влияние на инвесторов, а также новые или теку щие тенденции на рынках ценных бумаг.

Офис судей по административным правонарушениям. Судьи по административным правонарушениям отвечают за назначение и проведение слушаний по административным разбирательствам, представленных другими лицами. Мнения и распоряжения, вытекающие из этих слушаний, подготавливаются Офисом по заключениям и рассмотрениям.

Офис исполнительного директора. Исполнительный директор разрабатывает и осуществляет общее руководство политикой Комиссии для всех ее действующих отделений и офисов. Исполнительный

директор руководит программами исполнения определенных законодательных актов, правил и исполнительных распоряжений. Функции программ включают назначения должностных лиц для их осуществления; рассмотрение и утверждение решений по программам, процедур и правил; утверждение и представление отчетов; обеспечение соответствующих требований по ресурсам, для осуществления программ.

Офис регистрации и информационного обслуживания. Этот офис отвечает за получение и первоначальную обработку всех публичных документов, представленных Комиссии. Офис также несет ответственность за сохранение и контроль над всей официальной отчетностью Комиссии; за разработку планов и осуществление программы управления отчетностью, за удостоверение подлинности всех документов, представленных для административных или судебных разбирательств; за поддержание связи с Национальным управлением архивов и отчетности и другими государственными учреждениями. Через публичное реферативное отделение этого офиса потенциальные инвесторы получают доступ к обширной информации в виде квартальных и годовых отчетов, регистрационных заявлений, материала по доверенностям и другой отчетности. Все публичные документы открыты для инспекции в Публичной реферативной комнате в офисе правления Комиссии в г. Вашингтоне, округ Колумбия, в северо-восточном и средне-западном региональных офисах - соответственно в Нью-Йорке и Чикаго. Копии документов могут быть получены за номинальную плату, покрывающую затраты на копирование.

Офис секретаря. Этот офис назначает собрания Комиссии, готовит и хранит отчеты о деятельности Комиссии, рассматривает документы, представленные Комиссии для принятия решений. Конкретные виды деятельности включают рассмотрение всех официальных распоряжений, публикаций и других документов, утвержденных Комиссией или ее персоналом в соответствии с их полномочиями; публикацию официальных документов и отчетов деятельности Комиссии; контроль за выполнением Закона о гибкости регулирования 1980 г.; наблюдение за выполнением требований правительства, касающихся получения документов при административных разбирательствах, запросов при конфиденциальном рассмотрении, а также писем с замечаниями относительно предложений к правилам. Этот офис также представляет прямую помощь инвесторам через отделение обслуживания клиентов. Он рассматривает жалобы и запросы от общественности в отношении организаций, регулируемых Комис-

сией, и представляет публичную информацию об этих организациях, наряду с информацией о деятельности самой Комиссии. Офис, обычно, получает письменные запросы от фирм, причастных к жалобам. Информация с указанием на возможное нарушение федеральных законов о ценных бумагах направляется соответствующим сотрудникам Комиссии. Когда жалобы связаны с частными спорами между сторонами, персонал Комиссии пытается неформально помочь им в разрешении проблемы. Комиссия не уполномочена выступать в качестве арбитра в частных спорах или вмешиваться от имени частной стороны для возмещении ущерба от приобретения или продажи ценных бумаг или же иным образом выступать как агентство по сбору платежей для отдельного лица. Инвесторы могут добиваться финансовой компенсации понесенного ущерба через гражданский судебный процесс или арбитраж. В частных судебных процессах могут использоваться законы, предоставляющие инвесторам существенные права на возмещение в случае, если они понесли ущерб от мошенничества.

Офис секретаря также отвечает за деятельность библиотек в правлении Комиссии и местных офисах, а также ведение отчетности, касающейся административных разбирательств.

Офис по общественным вопросам, оценке политики и исследованиям. Этот офис занимается внутренними и внешними информационными программами Комиссии, координирует связь с прессой, программы по визитам из-за рубежа и публичной информации и следит за изложением в прессе вопросов, относящихся к деятельности Комиссии и функционированию рынка ценных бумаг. Офис также отвечает за исследовательскую поддержку в области регулирующей и исполнительной политики, предоставляя информацию для речей Председателя и членов Комиссии и оказывая содействие в планировании и координации специальных видов деятельности Комиссии.

ГЛАВА 50. ЗАЩИТА ПРАВ И ИНТЕРЕСОВ ИНВЕСТОРОВ. РАСКРЫТИЕ ИНФОРМАЦИИ УЧАСТНИКАМИ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

Одной из главных целей регулирования рынка ценных бумаг является защита прав и интересов инвесторов. Хотя в соответствии с действующим законодательством выбор объекта, формы и размера инвестиций является ответственностью (риском) самого инвестора, и, соответственно, конечную ответственность за защиту собственных инвестиций в ценные бумаги несут сами инвесторы, за-

щита их прав и интересов обеспечивается многочисленными государственными и общественными институтами.

Опыт развитых стран убедительно доказал, что, защищая инвестора, создавая специальные механизмы, ограждающие его от потерь, вызванных мошенничеством, манипуляциями, паники на рынке, распространения ложной или заведомо искаженной или неполной информации и т.п., государство создает необходимое и главное условие для стабильного развития фондового рынка, нормального процесса инвестирования в ценные бумаги, уверенности всех участников рынка в завтрашнем дне.

Государство гарантирует соблюдение прав и законных интересов акционеров. Не допускается вмешательство в хозяйственную и иную деятельность акционерных обществ со стороны государственных и иных органов. Неправомерные действия со стороны последних могут быть обжалованы в суде. Кроме того, защита прав и интересов инвесторов обеспечивается целым рядом различных организаций: эмитентами, инвестиционными институтами, фондовыми биржами, ассоциациями, страховыми организациями, аудиторами и т.п.

✓ **Эмитенты**

Органы управления эмитента, осуществившие эмиссию ценных бумаг, обязаны обеспечить эффективный процесс деятельности предприятия или проекта, под который был осуществлен выпуск ценных бумаг, добиваться получения доходов и прибылей, достаточных для постепенного возмещения затрат инвесторов и получения ими объявленных дивидендов или процентов, а ревизионная комиссия из числа самих акционеров после соответствующего исследования деятельности исполнительных органов информирует акционеров об имеющих место недостатках, упущенных возможностях, прямых нарушениях прав акционеров и т.п.). По итогам каждого финансового года проводится ревизия финансово-хозяйственной деятельности акционерного общества. При этом по требованию ревизионной комиссии лица, занимающие должности в органах управления компании-эмитента, обязаны предоставить ей соответствующие финансовые документы. Ревизионная комиссия вправе требовать созыва общего собрания акционеров в случае, если она считает, что для этого достаточно оснований. Ее деятельность достаточно независима, поскольку члены комиссии не могут одновременно являться членами наблюдательного совета и исполнительного органа компании.

✓ **Инвестиционные институты**

При работе с инвесторами они обязаны разъяснять цели своего участия в конкретной сделке, предупреждать о различных видах рис-

ков, предохранять потенциальных инвесторов от неправильных, ошибочных шагов, разъяснять им их права и обязанности, различные положения правил осуществления операций с ценными бумагами, касающиеся интересов клиентов.

✓ **Фондовые биржи**

Биржи на своем уровне осуществляют контроль за действиями профессиональных участников рынка ценных бумаг (правильность заключения сделок), информируют о ценах на ценные бумаги и обеспечивают экспертизу ценных бумаг, дающую инвесторам определенные гарантии того, что купленная на фондовой бирже ценная бумага не принесет им больших потерь или убытков.

✓ **Добровольные объединения профессиональных участников рынка ценных бумаг (ассоциации, гильдии, союзы и т.п.)**

Эти организации специально создаются для вышеуказанных целей, имеют в своем составе юридические и адвокатские подразделения для обеспечения защиты инвесторов, причем реализация такой защиты может осуществляться как в конкретных случаях нарушения прав того или иного держателя ценных бумаг в различных конфликтных комиссиях, судебных инстанциях, так и путем лоббирования соответствующих законопроектов в исполнительных и законодательных органах власти.

✓ **Страховые организации**

Страховые организации обеспечивают (за вознаграждение) возмещение убытков в случае потерь инвесторов, вызванных определенными обстоятельствами, например, мошенничеством со стороны посредников, банкротством предприятия-эмитента, форс-мажорными обстоятельствами, и т.п.[1]

✓ **Независимые аудиторы**

Аудиторы подтверждают достоверность бухгалтерского учета и финансовой отчетности, наличие прибылей и убытков эмитентов, информируют акционеров о реальном состоянии дел в обществе. Кроме того, аудиторы обращают внимание эмитента на некоторые вопросы соблюдения законодательства о ценных бумагах, например, правильность начисления и выплаты дивидендов, ведения реестров акционеров, соблюдение сроков и процедур проведения наблюдательных советов, общих собраний акционеров, соблюдение кворума, осуществление крупных сделок и сделок, в которых имеется заинтересованность, и т.п.

✓ **Правоохранительные органы**

Такие организации, как правило, вмешиваются в деятельность

[1] Следует отметить, что в каждой стране имеются свои особенные объекты страхования в сфере рынка ценных бумаг.

участников рынка ценных бумаг в случаях, предусмотренных законодательством, на определенных этапах расследования самостоятельно либо при передаче им дел эмитентами, инвесторами, инвестиционными институтами, биржами, органами управления рынка ценных бумаг.

✓ **Уполномоченные государством органы по регулированию и координации рынка ценных бумаг**

Они осуществляют общий надзор за соблюдением прав и интересов инвесторов и по обеспечению этих прав институтами фондового рынка на всех уровнях.

Споры, возникающие между инвесторами и другими участниками рынка ценных бумаг, разрешаются в судебном порядке.

Защита прав акционеров осуществляется различными способами, в частности, путем:

- признания права;
- восстановления положения, существовавшего до нарушения права и пресечения действий, нарушающих права или создающих угрозу его нарушения;
- признания сделки недействительной и применения последствий ее недействительности;
- самозащиты;
- присуждения к исполнению в натуре;
- возмещения убытков;
- взыскания неустойки;
- компенсации морального вреда;
- прекращения или изменения правоотношения и иными способами, предусмотренными законодательством.

Важнейшим элементом защиты прав и интересов инвесторов является раскрытие информации участниками рынка ценных бумаг и, в частности, эмитентами, инвестиционными институтами, фондовыми биржами, а также инвесторами. При наличии достоверной информации о том, как работает данное предприятие, кто является его учредителями, динамике дивидендов, выплаченных компанией за последние годы, а также о предстоящих изменениях в его деятельности инвесторам намного легче самостоятельно или с помощью консультантов принять решение о покупке, дальнейшем владении или продаже его акций.

Эмитенты раскрывают о себе информацию на стадии выпуска ценных бумаг в обращение. Эмитент или инвестиционный институт,

производящий по согласованию с ним продажу ценных бумаг их первым владельцам, обязаны обеспечить каждому покупателю возможность ознакомления с условиями продажи и проспектом эмиссии до момента покупки этих ценных бумаг. Проспект эмиссии содержит данные о самом эмитенте, предлагаемых к продаже ценных бумагах, процедуре и порядке их выпуска и другую информацию, которая может повлиять на решение о покупке ценных бумаг или об отказе от такой покупки.

Порядок выпуска проспекта эмиссии, его регистрации, а также перечень сведений, обязательных для публикации в проспекте эмиссии, устанавливаются государственным органом по регулированию рынка ценных бумаг. Для банков перечень сведений, содержащихся в проспектах эмиссии, определяется органом по регулированию рынка ценных бумаг по согласованию с Центральным банком. При преобразовании государственных предприятий в открытые акционерные общества утверждение проспекта эмиссии осуществляется Центром по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг.

Проспект эмиссии ценных бумаг, предлагаемых для открытой подписки, представляется эмитентом регулирующему органу и после регистрации подлежит обязательному опубликованию в печати, а также специальном издании фондовой биржи не менее чем за 10 дней до начала подписки на эти ценные бумаги. Рекламирование ценных бумаг в средствах массовой информации до регистрации проспекта эмиссии об их выпуске запрещается. Эмитенты обязаны не менее одного раза в год информировать общественность о своем хозяйственно-финансовом положении и результатах деятельности, то есть составлять годовой отчет. Годовой отчет должен быть опубликован в установленный Законом срок и направлен держателям именных акций и в регулирующий орган. В годовом отчете должны содержаться следующие сведения об эмитенте:

- информация о результатах хозяйствования за предыдущий год;
- удостоверенные аудитором сведения о финансовом состоянии, а также балансы за предыдущий год и отчет аудитора;
- основные сведения о дополнительно выпущенных ценных бумагах;
- обоснование изменений в персональном составе должностных лиц.

Эмитент обязан в течение двух дней направлять в регулирующий

орган, а также опубликовывать информацию об изменениях, происшедших в его хозяйственной деятельности и влияющих на стоимость ценных бумаг или размер дохода, а именно:

- изменениях прав на ценные бумаги;

- изменениях в персональном составе должностных лиц, аресте банковских счетов эмитента, начале действий по *санированию - осуществлению комплекса мер, направленных на оздоровление финансового состояния эмитента*, реорганизацию, приостановление или прекращение деятельности эмитента;

- уничтожении не менее 10 процентов имущества эмитента вследствие чрезвычайных обстоятельств;

- предъявлении иска к эмитенту в размере, превышающем 10 процентов имущества эмитента;

- получении кредита или эмиссии ценных бумаг в размере, превышающим 50 процентов уставного фонда или суммы стоимости основных и оборотных средств эмитента.

Если акции эмитента котируются на фондовой бирже, он обязан в указанные сроки представить ей данную информацию.

Эмитенты должны раскрывать информацию о себе и своих ценных бумагах следующими способами:

- путем ознакомления заинтересованных лиц с годовым отчетом о финансово-хозяйственной деятельности;

- публикации сообщения о собственной реорганизации, реорганизации своих дочерних и зависимых предприятий и организаций;

- публикации сведений о фактах, повлекших разовое увеличение или уменьшение чистой прибыли или чистых убытков эмитента более чем на 10 процентов, о фактах разовых сделок эмитента, размер которых либо стоимость имущества по которым составляет более 10 процентов от активов эмитента по состоянию на дату сделки;

- публикации сведений о выпуске ценных бумаг, о начисленных и выплаченных доходах по ценным бумагам эмитента;

- публикации сведений о появлении в реестре эмитента лица, владеющего более чем 35 процентами его ценных бумаг любого отдельного вида;

- публикации сведений о датах закрытия реестра, о сроках исполнения обязательств эмитента перед владельцами ценных бумаг, о решениях общих собраний акционеров;

- публикации сведения о принятии уполномоченным органом эмитента решения о выпуске ценных бумаг.

Акционерные общества, в частности, *обязательно должны опубликовать* в средствах массовой информации:

- проспект эмиссии акций, облигаций или иных видов ценных бумаг;
- бухгалтерский баланс, счет прибылей и убытков;
- сообщение о проведении общего собрания акционеров;
- списки аффилированных лиц с указанием количества и видов принадлежащих им акций.

Инвестиционные институты обязаны осуществлять раскрытие информации о себе в тех случаях, когда они произвели:

- в течение одного квартала операции исключительно с одним видом ценных бумаг одного эмитента;
- разовую операцию с одним видом ценных бумаг одного эмитента, если количество ценных бумаг по этой операции составило не менее 15 процентов от общего количества указанных ценных бумаг.

Фондовые биржи и инвестиционные институты обязаны раскрыть любому заинтересованному лицу:

- правила допуска участников рынка ценных бумаг к торгам;
- правила допуска ценных бумаг к торгам;
- правила заключения и сверки сделок;
- правила регистрации сделок;
- порядок исполнения сделок;
- правила, ограничивающие манипулирование ценами;
- расписание предоставления услуг организаторами торговли на рынке ценных бумаг;
- регламент внесения изменений и дополнений в вышеперечисленные позиции;
- список ценных бумаг, допущенных к торгам.

Инвесторы (владельцы ценных бумаг) обязаны осуществлять раскрытие информации о владении 35 или более процентами любого вида ценных бумаг одного эмитента.

Например, в такой стране, как США, Закон о торговле ценными бумагами 1934 г. обязывал раскрывать информацию с целью защиты инвесторов всех эмитентов, выставляющих свои ценные бумаги для публичных торгов на фондовых биржах. Однако уже спустя тридцать лет Дополнения к Закону о ценных бумагах 1964 г. распространили положения о раскрытии и отчетности на ценные бумаги компаний, на внебиржевой рынок ценных бумаг. В настоящее время сотни компаний с активами более 1 миллиона долларов США и числом акционеров 500 человек обязаны публично раскрывать информацию о себе и о своих ценных бумагах.

В Соединенных Штатах после регистрации своих ценных бумаг в Комиссии по ценным бумагам и фондовым биржам компании должны подавать годовой и периодические отчеты для обновления информации, содержащейся в первоначально поданных документах. Кроме того, эмитенты должны посылать определенную отчетность запрашивающим ее акционерам. Отчетность можно найти в публичных реферативных комнатах, с нее делаются копии (за минимальную плату,) или ее можно получить по разумным расценкам от копировальной службы, имеющей контракт с КЦБФБ.

Важно отметить, что структура годовых отчетов отличается большим разнообразием. Например, Комиссия по ценным бумагам и фондовым биржам США устанавливает для всех фирм, зарегистрированных на фондовых биржах США, определенный порядок составления и представления годовых отчетов в соответствии с разработанной ею типовой формой. Эта типовая форма содержит перечень представляемой информации и время, в течение которого эта информация должна содержаться в отчете. В частности, предполагается предоставление информации: о деятельности фирмы - за последние три года, отчета о прибылях и убытках, отчета об изменениях в собственном капитале и отчета о движении денежных средств; финансовые данные за последние два года, информация по видам деятельности - за последние три года, список директоров и управляющих корпорации и рыночная цена обыкновенных акций фирмы - поквартально в течение двух последних лет.

Следует отметить, что, несмотря на то, что годовые отчеты издаются отдельными брошюрами большим тиражом, в открытую продажу они не поступают.

Несмотря на то, что в Узбекистане законом предусмотрены основные нормы раскрытия информации, участниками фондового рынка они не всегда соблюдаются. Современное состояние информационного обеспечения рынка ценных бумаг характеризуется недостаточностью и малодоступностью информации об участниках и о ценных бумагах, отсутствием прозрачности, несоблюдением акционерными обществами законодательства об обязательной публикации данных о своем финансово-хозяйственном положении, недоступностью широких слоев инвесторов по целому ряду причин к информации о деятельности эмитентов. Одной из главных проблем в этой области является то, что эмитенты - акционерные общества публикуют данные о результатах своей финансовой деятельности в местных изданиях, не известных широкому кругу инвесторов, например, в районных газетах. Вторая проблема - отсутствие единой для всех акционерных обществ формы раскрытия информации. В большинстве случаев акционерные общества публикуют данные баланса по сжатой, укрупненной форме с сокращенным количеством показателей, что не дает возможности даже опытным аналитикам определить с достаточной степенью достоверности реальное положение дел эмитента.

ГЛАВА 51. ЭВОЛЮЦИЯ ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВА О РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ УЗБЕКИСТАНА

✓ Предпосылки создания фондовых рынков на постсоветском пространстве

"Без истории нет будущего", - говорят ученые. Для того, чтобы глубже понять, как зародился рынок ценных бумаг в Узбекистане, полнее оценить сегодняшнее состояние и заглянуть в перспективы его развития, имеет смысл проследить хронику событий, способствующих воссозданию фондового рынка нашей республики с середины 80-х годов.

Следует подчеркнуть, что в отличие от всех перестроечных инициатив, спускаемых, как правило, "сверху", акционирование пришло в бывшем СССР без чьей-либо команды, обнаружив себя в виде предприимчивости и инициативы самих предприятий. Каковы же основные причины, породившие акционерную деятельность?

Радикальные изменения хозяйственного механизма, начавшиеся в середине восьмидесятых годов, самым серьезным образом затронули сферу формирования финансовых ресурсов предприятий и объединений. В жизнь активно проводился курс, направленный на сокращение бюджетного финансирования хозяйственных органов. Если в 1986 г. расходы из бюджета в народное хозяйство страны составляли только 226 млрд. рублей, то к концу 1989 г. они сократились до 201,5 млрд. руб.[1] Постепенно стала приостанавливаться практика внутриотраслевого и межотраслевого перераспределения средств, подрывающая всякие стимулы к повышению эффективности производства. Прибыль, излишки собственных оборотных средств и другие свободные средства хорошо работающих предприятий перестали быть источниками покрытия убытков низкорентабельных и убыточных хозяйств. В связи с производимой банковской системой политикой кредитной рестрикции, направленной на возрождение роли кредита, значительно уменьшились возможности привлечения предприятиями и организациями краткосрочных и долгосрочных банковских ссуд. За период с 1985 по 1989 г.г. общий объем кредитных вложений в народное хозяйство в бывшем СССР сократился с 521,3 млрд. руб. до 391,1 млрд. руб.[2]

Разрушение экономических связей, резкое ослабление дисциплины в народном хозяйстве приводили к срывам производственных программ, и, естественно, невыполнению планов прибыли, что значительно сокращало возможности самофинансирования.

Одновременно с этим в народном хозяйстве концентрировались

[1] Народное хозяйство СССР в 1989 г. Статистический ежегодник. - М.: Финансы и статистика, 1990. - С. 612.
[2] Там же - С. 627.

значительные свободные денежные средства. Прежде всего это сбережения населения, находящиеся на счетах в Сберегательном банке, а также крупные денежные накопления среднесрочного и долгосрочного характера, которые сосредоточивались на счетах предприятий, обычно не пользующихся банковскими ссудами. Кредитная система уплачивала по вкладам населению всего 2-3 % годовых, а по депозитам предприятий процент (за небольшим исключением) вообще не выплачивался. Между тем с середины 80-х годов в стране начали интенсивно развиваться инфляционные процессы. Только по официальным данным, уровень инфляции в потребительском секторе в 1989 г. составил 7,5 % [1]. Вплоть до ноября со стороны государства не принималось практически никаких мер по хотя бы частичному возмещению вкладчикам кредитных учреждений потерь от инфляции.

Акционирование открывало для бывшего СССР возможности нового, более рационального и перспективного приложения свободных денежных ресурсов. Во второй половине восьмидесятых годов появились предприятия, которые после полувекового перерыва вновь стали выпускать "ценные бумаги", называя их акциями. Их руководители устанавливали свои правила выпуска ценных бумаг, круг обращения, условия получения дивидендов и т.п. Некоторое время деятельность хозорганов по выпуску акций не была оформлена какими-либо юридическими нормами и существовала вне контроля со стороны государства.

15 октября 1988 г. было принято постановление № 1195 "О выпуске предприятиями и организациями ценных бумаг" которое, наконец, узаконило деятельность по выпуску акций. Несмотря на то, что этот документ обозначил лишь общие черты эмиссионной деятельности предприятий, и многие вопросы остались нерешенными, он дал ощутимый толчок развитию акционерного дела, так как заново создавал правовую основу эмиссии акций.

Выпуск ценных бумаг в указанном постановлении рассматривался лишь как вспомогательная форма мобилизации средств предприятий и организаций, а также как мероприятие, обеспечивающее углубление демократических начал в управлении, развитии инициативы трудовых коллективов, но статуса предприятия не менял.

Постановление разрешило предприятиям, переведенным на полный хозрасчет и самофинансирование, а также коммерческим банкам выпускать два вида акций: акции трудового коллектива и акции предприятий. Акции трудового коллектива могли быть реализованы только работникам данного предприятия. Дивиденды, полученные

[1] Народное хозяйство СССР в 1989 г. Статистический ежегодник. - М.: Финансы и статистика, 1990. - С. 614.

по таким акциям, облагались налогом в порядке, предусмотренном для налогообложения заработной платы. Акции предприятий разрешалось распространять среди других предприятий, организаций, банков, добровольных обществ, кооперативов. Средства, полученные от реализации обоих видов акций, предприятия обязаны были использовать на строго определенные цели: развитие и расширение производства, внедрение достижений научно-технического прогресса, организацию выпуска новых видов продукции, товаров народного потребления, и только частично - на финансирование капитальных вложений, обеспечивающих социальное развитие коллектива. Государственным инвесторам предписывалось приобретать акции предприятий только за счет средств фондов экономического стимулирования, а добровольным обществам - за счет всех свободных средств. Важное значение приобретало то обстоятельство, что дивиденды по акциям трудового коллектива должны были выплачиваться за счет конкретного источника - фонда материального поощрения, который для этих целей мог быть "заморожен" в случае нарушения нормативного соотношения между приростом средней заработной платы и приростом производительности труда.

Многие функционирующие руководители, выпустившие акции, с выходом постановления были поставлены в сложное положение, так как оно внесло необходимость серьезных изменений в их работе, накладывая "вето", в частности, на возможность реализации акций любому желающему.

Складывалось положение, когда "акционерами" могли стать лишь работники предприятий, выпускающих ценные бумаги, а потому нельзя было ожидать быстрого и существенного пополнения ресурсов предприятий за счет реализации акций широким слоям населения.

В дальнейшем, по мере перестройки хозяйственного механизма, вопросы акционерной деятельности получили свое отражение и развитие на самых различных уровнях. В частности, в принятом 23 ноября 1989 г. Законе "Об аренде" отмечалось, что после выкупа арендного имущества арендаторами арендное предприятие по решению трудового коллектива может быть преобразовано в акционерное общество. Здесь уже в отношении акционирования речь шла не просто как о способе привлечения нетрадиционных источников финансирования, а как о принципиально новой форме организации производства, основанной на совершенно новой для страны форме собственности.

Большое значение в развитии акционирования имел принятый 6 марта 1990 г. Закон "О собственности в СССР", в котором впервые

получали право на существование и приобретали официальный статус акционерные общества. Согласно Закону, собственность акционерного общества определялась как разновидность коллективной собственности, а имущество общества могло создаваться за счет продажи акций и в результате его хозяйственной деятельности.[1] То есть круг эмитентов ценных бумаг значительно расширялся, их держателями теперь могли быть предприятия, организации, государственные органы, работники акционерных обществ, а также отдельные граждане. Несмотря на то, что большое количество предприятий начало выпускать "акции" емкость их первичного рынка оставалась небольшой.

К лету 1990 г. в стране было выпущено акций и облигаций предприятий на 200 млн. руб., акций трудового коллектива - на 400 млн. руб., акций коммерческих банков - на 300 млн. руб.[2] Для сравнения отметим лишь, что эмиссия аналогичных ценных бумаг в США в 1987 г. достигла 392,2 млрд. долл., в том числе облигаций корпораций - 325,6 млрд. долл. и акций корпораций - 66,5 млрд. долл.[3] 19 июня 1990 г. были утверждены Положение об акционерных обществах и обществах с ограниченной ответственностью и Положение о ценных бумагах. Значение этих документов для организации и развития акционерного дела, рынка ценных бумаг было весьма велико. В положениях были достаточно подробно оговорены порядок создания и функционирования акционерных обществ, контингент, права и обязанности их участников, вопросы хозяйственно-финансовой деятельности, распределения прибыли, виды выпускаемых ценных бумаг и т.д. Оба положения не только не противоречили, но и органически развивали и дополняли вышеуказанное постановление. Наряду с акциями трудовых коллективов и акциями предприятий официальный статус приобрели акции акционерных обществ, которые впервые давали право их владельцам на участие в управлении обществом, получение колеблющегося и зависящего от прибыли дивиденда, то есть содержали почти все признаки классических акций.

В отличие от рынка акций и облигаций юридических лиц рынок государственных ценных бумаг имел более богатую событиями предысторию, описанную в главе 3. Он представлял собой не что иное, как реализацию предприятиям и организациям, населению через банковскую систему страны государственных обязательств (свидетельств государственного долга), дающих право их владельцам на получение дохода в виде твердого процента. Этот рынок опосред-

[1] // Экономическая газета. - 1990. № 12.
[2] // Экономика и жизнь. - 1990. № 25.
[3] Жуков Е.Ф. Самофинансирование при капитализме. - М.: Финансы и статистика, 1990. - С. 50.

ствовал оформление государственного кредита, при котором население, предприятия и организации выступали в качестве кредиторов, а государство - заемщиком.

Развитие рынка государственных ценных бумаг, акционерного дела предполагало образование вторичного рынка ценных бумаг, где должна была производиться купля-продажа ранее выпущенных обязательств. Функции такого организованного рынка отводились банкам. В частности, они должны были на комиссионных началах оказывать предприятиям и организациям услуги по распространению, хранению акций, выплате дивидендов. Заинтересованным клиентам рекомендовалось в обслуживающих их отделениях банков получать необходимую информацию о предприятиях, желающих купить либо продать ценные бумаги. Однако в условиях относительно слаборазвитой системы компьютеризации отделений тогдашних банков, незаинтересованности (банки получали всего две десятых процента от стоимости распространенных акций), а также сильной загруженности работников в связи с выполнением своих основных функций сделать из банков экономически заинтересованных в этом деле партнеров не удалось. Действительность поставила перед экономистами вопрос о необходимости создания специализированного рынка ценных бумаг, который взял бы на себя функции по организованной вторичной реализации, учету движения акций и других ценных бумаг, их котировке, перераспределению ресурсов между отраслями. Он должен был стать накопителем информации о предприятиях, организациях, акционерных обществах, гражданах, желающих купить или продать свои ценные бумаг. Однако такой рынок республикам бывшего Союза суждено было создавать в условиях независимости. Приведем основные исторические события, которые сегодня составляют историю отечественного рынка ценных бумаг.

Октябрь 1988 г.

Предоставление предприятиям права выпуска акций трудового коллектива и акций предприятий без преобразования их в акционерные общества. Выпуск таких ценных бумаг рассматривался лишь как способ привлечения предприятиями и организациями дополнительных денежных средств для хозяйственного оборота вне всякой связи с правами на участие в управлении.

Декабрь 1989 г.

Попытки "Промстройбанка" СССР реанимировать коммерческий кредит и внедрить "вексельную" форму расчетов, которая, по

сути, представляла собой форму расчетов платежными требованиями, с предоставлением отсрочки платежа; выпуск государственного целевого беспроцентного займа, погашаемого товарами, а также долгосрочных государственных хозяйственных обязательств.

Июнь 1990 г.

Предоставление предприятиям права выпуска ценных бумаг с выплатой инвесторам в последующем доходов по ним. Принятие "Положения об акционерных обществах и обществах с ограниченной ответственностью" и "Положения о ценных бумагах", закладывающих фундамент нормативной базы рынка ценных бумаг.

Июль 1991 г.

Определение порядка учета ценных бумаг, расчетов с акционерами при создании акционерных обществ, сделок с ценными бумагами и выполнения операций.

Август 1991 г.

Создание одного из первых акционерных обществ - "Узбекской республиканской универсальной товарно-фондовой биржи "Тошкент" (биржа "Тошкент") и регистрация его проспекта эмиссии в Министерстве финансов Республики Узбекистан. Организация и начало работы первого официального института рынка ценных бумаг Узбекистана - Фондового отдела биржи "Тошкент". Начало первой открытой подписки на акции биржи "Тошкент".

Сентябрь-декабрь 1991 г.

Разработка пакета документов Фондового отдела биржи "Тошкент", формирование контингента членов Фондового отдела, начало подготовки специалистов рынка ценных бумаг на базе Национального университета бизнеса.

Ноябрь 1991 г.

Начало создания первых брокерских компаний, специализирующихся на операциях с ценными бумагами. Проведение первых биржевых аукционов по продаже акций в Фондовом отделе биржи "Тошкент" (акции самой биржи достигли цены, превышающей 6 номиналов, 1240 тыс. руб.). Законодательно определена возможность приватизации путем создания акционерных обществ и продажи акций (принятие Закона Республики Узбекистан "О разгосударствлении и приватизации").

Январь 1992 г.

Начало регулярных торгов (операций с ценными бумагами) в Фондовом отделе биржи "Тошкент". Первые торги состоялись 30 января 1992 г.

Май 1992 г.

Выпуск облигаций государственного внутреннего выигрышного двенадцатипроцентного займа Республики Узбекистан для населения.

Июль 1992 г.

Верховным Советом Республики Узбекистан принят Закон "О биржах и биржевой деятельности", в котором впервые определены статус и основные нормы деятельности фондовых бирж и фондовых отделов товарных бирж. Государственным банком Республики Узбекистан 6 июля 1992 г. утверждаются "Правила выпуска и обращения депозитных сертификатов" для юридических и физических лиц.

Август 1992 г.

Начало государственного лицензирования деятельности юридических и физических лиц на рынке ценных бумаг (циркуляр Министерства финансов № 13 от 26.08.92 г.).

✓ **Формирование законодательства о рынке ценных бумаг в условиях независимости**

Декабрь 1992 г.

Приняты Закон "О хозяйственных обществах и товариществах", определяющий механизм создания акционерных обществ, принципы их функционирования, выпуска акций и их регистрацию, а также Закон "Об аудиторской деятельности", легализирующий аудит, но вне какой-либо увязки с развивающимся рынком ценных бумаг. В Законе "О залоге" от 9 декабря 1992 г. предусматривается, что предметом залога могут быть ценные бумаги. Доходы от ценных бумаг, переданных в залог, принадлежат залогодателю, если иное не предусмотрено договором о залоге. Если залогодержателем является банк, договор залога не подлежит нотариальному заверению.

Февраль 1993 г.

Определен порядок аттестации Министерством финансов Республики Узбекистан специалистов, занимающихся профессиональной деятельностью с ценными бумагами (Циркуляр Министерства финансов № 12 от 2.02.93 г.), и выпуска и регистрации ценных бумаг акционерных обществ, созданных в результате преобразования государственных предприятий (Циркуляр Министерства финансов Республики Узбекистан № 11 от 2.02.93 г.).

Май 1993 г.

В Уголовный кодекс Республики Узбекистан внесена поправка 78^1, предусматривающая серьезное наказание за спекуляцию ценными бумагами (лишение свободы сроком до 5 лет с конфискацией

имущества), которая почти на год парализовала и без того вялый фондовый рынок.

Сентябрь 1993 г.

Принят Закон Республики Узбекистан "О ценных бумагах и фондовой бирже", в котором регламентируется выпуск в обращение пяти видов ценных бумаг: акций, облигаций, казначейских обязательств, депозитных сертификатов, векселей, определены юридические основы создания и деятельности фондовых бирж и некоторых других участников рынка ценных бумаг, государственного регулирования фондового рынка.

Январь 1994 г.

Указ Президента Республики Узбекистан от 22 января 1994 г. предусматривает организацию Республиканской фондовой биржи, размещение на ней акций приватизируемых предприятий, а также преобразование акционерных обществ закрытого типа в акционерные общества открытого типа. Дан мощный импульс для развития первичного рынка корпоративных ценных бумаг. Создан Национальный центр подготовки специалистов рынка ценных бумаг при Ташкентском государственном экономическом университете, начавший проведение регулярных курсов по программе "Акционирование. Операции с ценными бумагами", ставший основной кузницей кадров для фондового рынка республики.

Февраль 1994 г.

Хокимом г. Ташкента утверждены "Временное положение о депозитарии" и "Правила ведения счетов в депозитарии", разработанные Узбекской финансово-инвестиционной компанией "Тошкент" и информационной компанией "Вакт".

Март 1994 г.

Определено, что приоритетными направлениями процесса разгосударствления и приватизации являются широкое вовлечение населения в процесс экономических реформ посредством развития рынка ценных бумаг и образования акционерных обществ открытого типа, с одновременным сокращением доли акций, принадлежащих государству. При формировании уставных капиталов акционерных обществ открытого типа, создаваемых в результате преобразования государственных предприятий, предусматривается формирование следующих пакетов акций: государства, трудового коллектива, иностранного партнера, для свободной реализации на фондовых биржах и рынках ценных бумаг, в том числе и за рубежом (Указ Президента Республики Узбекистан от 15 марта 1994 г.). Уже созданные акционерные общества закрытого типа рекомендовано преоб-

разовать в акционерные общества открытого типа (Положение о порядке преобразования АО закрытого типа в АО открытого типа. Приложение к постановлению Кабинета Министров Республики Узбекистан № 171 от 29 марта 1994 г.).

Для обеспечения участникам приватизации свободы выбора и уменьшения риска потерь от возможных неэффективных вложений своих средств в акции принято решение о формировании системы инвестиционных фондов, работающих на коммерческой основе, как посредников между акционерными обществами, предлагающими свои акции к свободной реализации, и потенциальными инвесторами (постановление Кабинета Министров Республики Узбекистан от 29 марта 1994 г.).

Апрель 1994 г.

Создание на базе Фондового отдела биржи "Тошкент" первой в Узбекистане Республиканской фондовой биржи "Тошкент" (8 апреля 1994 г.). Утверждение Правил осуществления операций с ценными бумагами на РФБ "Тошкент" (22 апреля 1994 г.) Начало регулярных биржевых торгов (28 апреля 1994 г.). Основной вид ценных бумаг, выставляемых на бирже, - акции приватизированных предприятий, предназначенные для свободной продажи через биржевой рынок. Лицензирование деятельности на рынке ценных бумаг в качестве инвестиционных институтов закрепляется за Центральным банком Республики Узбекистан (постановление Кабинета Министров Республики Узбекистан № 215 от 19 апреля 1994г.).

Май 1994 г.

Принято законодательство о налогообложении операций с ценными бумагами (Закон "О налоге на операции с ценными бумагами" от 5 мая 1994 г.). Участники сделок должны уплачивать в трехдневный срок после заключения договора купли-продажи ценных бумаг налог в размере 0,3 процента с суммы сделки, эмитенты при регистрации проспекта эмиссии - 0,5 процента номинальной стоимости эмиссии, покупатели государственных ценных бумаг - 0,1 процента с суммы сделки.

Июнь 1994 г.

По предложению Госкомимущества и Республиканской фондовой биржи "Тошкент" создано АО "Национальный депозитарий "ВАКТ" с возложением на него функций учета, хранения и передвижения ценных бумаг. Вводится обязательное размещение зарегистрированных эмиссий ценных бумаг в Национальном депозитарии. Утверждены порядок регистрации и выпуска в обращение акций акционерных обществ открытого типа, созданных в результате преобразования государственных предприятий, и типовой проспект

эмиссии. Законодательно утверждена процедура совершения и регистрации сделок с ценными бумагами на биржах и внебиржевых торгах, в соответствии с которой дилеры до совершения сделок обязаны публично объявлять твердые стартовые цены покупки и продажи, а брокеры - отказываться от приема поручений на покупку, если нет уверенности в том, что клиент может оплатить сделку; не принимать поручения на продажу ценных бумаг, если нет гарантии, что клиент обладает данными ценными бумагами. Определено также, что ценные бумаги могут приобретаться за счет кредита инвестиционного института или банка, однако доля заемных средств, привлеченных для покупки ценных бумаг, не может превышать 50 процентов общей стоимости приобретаемых ценных бумаг и, кроме того, инвестиционный институт не может передавать клиенту купленные за счет предоставленного ему кредита ценные бумаги до того, как последний полностью не погасит этот кредит.

Установлено, что регистрация сделок с ценными бумагами может осуществляться всеми инвестиционными институтами (кроме инвестиционных консультантов), банками, фондовыми биржами, имеющими лицензии на право работы с ценными бумагами. Биржевой сбор за регистрацию сделки определен на уровне двух процентов от стоимости сделки - один процент с продавца и один процент с покупателя (постановление Кабинета Министров Республики Узбекистан № 258 от 8 июня 1994 г.).

Август 1994 г.

Лицензирование деятельности на рынке ценных бумаг в качестве инвестиционных институтов передается Министерству финансов Республики Узбекистан (Постановление Кабинета Министров Республики Узбекистан № 439 от 29 августа 1994 г.).

Октябрь 1994 г.

Начало деятельности фондовых магазинов, осуществляющих реализацию акций приватизированных предприятий населению за наличный расчет. Через фондовые магазины предполагается реализовывать порядка 20 процентов акций от доли, предназначенной для свободной продажи. Начало проведения аукционов по продаже опционов долей в уставном фонде преобразуемых в акционерные общества государственных предприятий (Положение об опционе Госкомимущества Республики Узбекистан на продажу доли государственной собственности, а также долей, предназначенных для свободной продажи и реализации смежникам. Зарегистрировано Министерством юстиции Республики Узбекистан 24 октября 1994г. за № 110).

Ноябрь 1994 г.

Принимается Порядок выпуска и регистрации ценных бумаг (ак-

ций) вновь созданных акционерных обществ, в соответствии с которым акционерные общества закрытого типа должны представлять в регистрирующий орган (Министерство финансов) информацию о выпуске ценных бумаг (сведения об эмитенте), а акционерные общества открытого типа - публиковать проспект эмиссии ценных бумаг. Эмитенты обязаны представлять регистрирующему органу отчет об итогах выпуска ценных бумаг (Положение "О порядке выпуска и регистрации ценных бумаг на территории Республики Узбекистан. Утверждено Министерством финансов и зарегистрировано Министерством юстиции 24 ноября 1994 г. за № 113).

Декабрь 1994 г.

24 декабря Центральный банк Республики Узбекистан принял ряд важных документов, регламентирующих эмиссию, обращение и погашение депозитных сертификатов и векселей, в частности:

Правила проведения банками операций с векселями. Решение 31/7"б";

Правила выпуска и обращения простого векселя (соло) коммерческих банков. Решение 31/7 "в";

Рекомендации по применению векселей в хозяйственном обороте. Решение 31/7 "г";

Положение о выпуске, обслуживании и обращении депозитных сертификатов Центрального банка Республики Узбекистан. Утверждено правлением Центрального банка (протокол № 31).

Январь 1995 г.

Приняты Правила выпуска, регистрации и учета обращения ценных бумаг через депозитарии (зарегистрированы Министерством юстиции Республики Узбекистан 12 января 1995 года за № 118), в которых отражены основные понятия и определения, связанные с депозитарной деятельностью, общие принципы учета ценных бумаг, формы хранения ценных бумаг, открытие и закрытие счетов "депо", принципы ведения реестра владельцев ценных бумаг, а также рекомендации по построению учета и документооборота в депозитариях.

Март 1995 г.

Принят пакет документов, регламентирующий порядок начисления и выплаты дивидендов акционерными обществами, в котором определено, что решение о выплате дивидендов принимается общим собранием акционеров по результатам аудиторской проверки финансово-хозяйственной деятельности акционерного общества. Даны конкретные примеры расчетов по начислению дивидендов, в том числе и по государственной доле акций. ("О порядке начисления и выплаты дивидендов акционерными обществами. Зарегистри-

ровано Министерством юстиции 29.03.95 г. за № 133).

Май 1995 г.

Введен в действие "Временный порядок выпуска и обращения векселей предприятий и организаций", в соответствии с которым коммерческие банки и предприятия начали выпускать векселя. Предприятия и организации должны были приобретать бланки векселей в обслуживающих их учреждениях банков, а последние дифференцированно подходить к выдаче бланков векселей в зависимости от финансового состояния предприятий и регистрировать выданные и погашенные векселя.

Июнь 1995 г.

Принят единый порядок преобразования государственных предприятий в акционерные общества открытого типа, предусматривающий максимальное упрощение процедуры и сокращение сроков оформления соответствующих документов, ответственность руководителей территориальных, отраслевых и производственных подразделений за своевременную регистрацию, выпуск акций создаваемых акционерных обществ. Определено, что утверждение плана приватизации предприятия Госкомимуществом или его территориальным органом является решением о преобразовании предприятия в акционерное общество открытого типа, а утверждение совместно с Министерством финансов проспекта эмиссии - решением о выпуске акций в обращение. Установлено, что в процессе преобразования государственных предприятий в акционерные общества регистрационные сборы и иные платежи не взимаются (Указ Президента Республики Узбекистан от 12 июня 1995 г. "О мерах по ускорению акционирования предприятий государственной собственности и совершенствованию рынка ценных бумаг"). Введен новый порядок регистрации в Министерстве финансов выпуска в обращение акций акционерных обществ открытого типа, созданных в результате преобразования государственных предприятий (утвержден Министерством финансов и Госкомимуществом Республики Узбекистан 16 июня 1995 г.)

Сентябрь 1995 г.

В целях осуществления государственной политики по развитию рынка ценных бумаг при Министерстве финансов образована Государственная комиссия по ценным бумагам и фондовым биржам со статусом органа государственного управления, основными задачами которой явились разработка нормативных актов по рынку ценных бумаг, регистрация и допуск на рынок ценных бумаг эмитентов, в том числе и иностранных, защита прав и интересов инвесторов, контроль за соблюдением законодательства в области рынка ценных бумаг и т. д. Утверждены положения о государственной комиссии, ее

организационная структура, типовая структура территориальных подразделений в областях. С 1 июля 1995 г. на три года освобождены от налогов доходы физических и юридических лиц, полученные от обращения ценных бумаг в виде дивидендов и в виде разницы между покупной и продажной ценой; с 1 сентября 1995 года отменен налог на операции с ценными бумагами, уплачиваемый при заключении сделки контрагентами; с 0,5 процента до 0,1 процента снижен налог на эмиссию ценных бумаг (Указ Президента Республики Узбекистан "О дополнительных мерах по развитию рынка ценных бумаг" от 7 сентября 1995 г. за № УП-1270).

Разрешено создание финансово-промышленных групп (ФПГ). ФПГ представляет собой хозяйственную ассоциацию кредитно-финансовых учреждений, инвестиционных институтов, предприятий, других учреждений и организаций, ведущую деятельность в целях получения прибыли на основе объединения капиталов (постановление Кабинета Министров Республики Узбекистан №354 от 12 сентября 1995 г.).

Октябрь 1995 г.

Принято Положение о холдингах, в соответствии с которым холдинг - это акционерное общество открытого типа в состав активов которого входят контрольные пакеты акций других предприятий. Предприятия, контрольные пакеты акций которых входят в состав активов холдинга, являются дочерними. Холдинги могут создаваться с разрешения органа по демонополизации и развитию конкуренции, включая холдинги, создаваемые в процессе разгосударствления. Финансовым холдингом является холдинг, более 50 процентов капитала которого составляют ценные бумаги других эмитентов и иные финансовые активы (постановление Кабинета Министров Республики Узбекистан № 398 от 12 октября 1995 г.)

Декабрь 1995 г.

Определен порядок допуска, регистрации и размещения ценных бумаг иностранных эмитентов на территории Республики Узбекистан и узбекских эмитентов за рубежом. Правом размещения ценных бумаг на рынке ценных бумаг Узбекистана обладают иностранные эмитенты, заключившие договора с инвестиционным институтом - резидентом Республики Узбекистан - на выпуск и размещение производных ценных бумаг и имеющие квоту правительства Узбекистана. Узбекские эмитенты могут размещать свои ценные бумаги за рубежом с разрешения Центрального банка по решению Госкомимущества, если контрольный пакет акций принадлежит государству, а в остальных случаях свободно, на основе решения их высшего органа управления с разрешения Центрального банка (Положение о порядке допуска, регистрации и размещения ценных бумаг иностран-

ных эмитентов на территории Республики Узбекистан и узбекских эмитентов за рубежом. Зарегистрировано Министерством юстиции Республики Узбекистан 20 декабря 1995 г. за № 199).

Март 1996 г.

Функции по регулированию фондового рынка от Министерства финансов передаются Госкомимуществу, при котором создан Центр по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг. Центр с его отделами в областях наделяется широкими полномочиями по контролю за эмиссиями ценных бумаг, эмитентами, профессиональными участниками фондового рынка, защите прав и интересов инвесторов (Указ Президента Республики Узбекистан от 26 марта 1996 г. № УП-1414).

Начало выпуска в обращение государственных краткосрочных облигаций (ГКО). ГКО выпускаются на срок 3, 6, 9, а затем и 12 месяцев исключительно для юридических лиц - резидентов Республики Узбекистан номиналом 1000 сумов. Эмиссионная цена ГКО на первичном рынке составляла порядка 90 процентов от номинала. Погашение производилось по номинальной цене. Местом торговли ГКО определен фондовый отдел Республиканской валютной биржи, а в качестве инвестиционных дилеров - коммерческие банки, имеющие соответствующие лицензии (постановление Кабинета Министров Республики Узбекистан "О выпуске государственных краткосрочных облигаций Республики Узбекистан" от 26 марта 1996 г. за № 119).

Апрель 1996 г.

25 апреля 1996 г. принят Закон "О механизме функционирования рынка ценных бумаг", в котором определены участники фондового рынка, признаки инвестиционных институтов, а также санкции, применяемые к участникам рынка ценных бумаг за нарушения законодательства в этой области (от 70 до 800 размеров минимальной заработной платы). В соответствии с законом каждый вид деятельности на рынке ценных бумаг требует выдачи специальной лицензии (до принятия закона при наличии лицензии на посредническую деятельность на рынке ценных бумаг инвестиционные институты могли осуществлять в указанной области практически любой вид деятельности). Впервые даны понятие котировки ценных бумаг, а также информация, подлежащая раскрытию участниками фондового рынка.

26 апреля 1996 г. принят Закон "Об акционерных обществах и защите прав акционеров", в котором детально определены организационные основы акционерного общества, его создания, управления, функционирования, ликвидации, защиты прав и интересов акционеров-инвесторов.

Май 1996 г.

Сделан новый шаг по совершенствованию реализации акций при-

ватизируемых предприятий через биржевые торги и внебиржевой рынок. В частности, все оптовые сделки по купле-продаже акций приватизируемых предприятий, превышающие 10 процентов от количества выпущенных акций, подлежат реализации на РФБ "Тошкент". Определен уполномоченный агент Госкомимущества по выставлению акций приватизированных предприятий на торги. Им стал Центр по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг и его территориальные отделы. Реализацию пакетов акций государственной и свободной долей, доли иностранных инвесторов и инвестиционных фондов уполномоченный агент осуществляет через инвестиционных посредников, определяемых на конкурсной основе. За 15 дней до выставления на торги акций приватизируемых предприятий сведения об эмитентах должны быть опубликованы в средствах массовой информации. Утверждены Правила проведения конкурса заявок на право продажи акций от имени Госкомимущества Республики Узбекистан, а также Регламент выставления акций приватизируемых предприятий на внебиржевые торги (Временное положение о порядке выставления на биржевые и внебиржевые торги акций приватизированных предприятий, утвержденное Госкомимуществом 18 мая 1996 г.)

21 мая 1996 г. организовано неправительственное Агентство по оказанию консультационно-аудиторских и информационных услуг участникам рынка ценных бумаг Республики Узбекистан. Уже с июня того же года для участников рынка ценных бумаг Агентство начинает издавать два журнала - ежемесячный Информационный бюллетень Агентства "Консаудитинформ" и ежеквартальный (совместно с Центральным банком Республики Узбекистан) "Обзор финансового рынка Узбекистана". Агентство со своими дочерними подразделениями в областях начало проводить работу по аудиту финансово-хозяйственной деятельности акционерных обществ, инвестиционных институтов и информированию всех участников рынка ценных бумаг о ситуации на фондовом рынке (Постановление Кабинета Министров Республики Узбекистан № 161 от 25 апреля 1996 г).

Июнь 1996 г.

Постановлением Кабинета Министров № 220 от 18 июня 1996 г. утверждено Положение "Об инвестиционных фондах". В соответствии с ним ИФы открытого и закрытого типа могут создаваться только в виде акционерных обществ открытого типа. Цель их создания - мобилизация свободных денежных средств юридических и физических лиц и направление их, за счет приобретения акций, в различные отрасли народного хозяйства. Управление инвестициями и формирование пакета ценных бумаг ИФа, а также оказание фонду кон-

сультационных услуг должна осуществлять управляющая компания, с которой председатель наблюдательного совета ИФа заключает договор. ИФы в обязательном порядке должны вести учет акций в депозитарии и иметь независимого аудитора. В целях минимизации рисков акционеров ИФа введены ограничения в его деятельности.

Тем же постановлением правительства утверждено Положение "О приватизационных инвестиционных фондах", которые отличаются от ИФов возможностью приобретения до 35 процентов от общего количества выпускаемых акций приватизируемых предприятий по номиналу и наличием права на получение специального государственного кредита в виде акций приватизируемых предприятий. Принятие постановления открыло новую страницу в развитии отечественного рынка ценных бумаг, положив начало финансированию широкими слоями населения народного хозяйства республики.

Июль 1996 г.

Принят "Порядок учета и контроля использования дивидендов по государственной доле акций акционерных обществ", утвержденный Госкомимуществом и зарегистрированный Министерством юстиции 30 июля 1996 г. за № 269. В соответствии с ним по ходатайству акционерных обществ допускается передача дивидендов по государственной доле акций на цели развития и технического перевооружения акционерных обществ с предоставлением от них необходимых обоснований. Если эти обоснования не убедительны, договор о передаче дивидендов по государственной доле акций акционерному обществу не заключается, а дивиденды перечисляются Госкомимуществу. Хозяйственные ассоциации наделены полномочиями по представлению и отстаиванию интересов государства в части использования акционерными обществами дивидендов, переданных на договорной основе по государственной доле акций.

Август 1996 г.

Сделаны первые шаги в области упорядочения деятельности держателей реестра владельцев ценных бумаг и, в частности, акционеров. Определены требования к реестру и реестродержателю, документы, подтверждающие ведение реестра, порядок его ведения, обязанности реестродержателя, номинального держателя акций, депозитария, их отчетность. Каждое акционерное общество обязано вести реестр - список акционеров, причем, если количество акционеров превышает 500, ведение реестра должно быть передано специализированной организации - инвестиционному институту (Положение Центра по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг при Госкомимуществе Республики Узбекистан зарегистрировано в Министерстве юстиции Республики Узбекистан

16 августа 1996 г. за № 274).

В связи с ростом спроса на ценные бумаги у населения появилась объективная необходимость упорядочить деятельность фондовых магазинов, которые начали функционировать еще с 1994 г. Определено, что фондовые магазины - это структурные подразделения инвестиционных институтов, осуществляющих внебиржевую мелкооптовую и розничную торговлю ценными бумагами для физических лиц (Положение "О порядке создания фондовых магазинов, совершения и регистрации ими сделок с ценными бумагами" зарегистрировано Министерством юстиции Республики Узбекистан 28 августа 1996 г.).

Октябрь 1996 г.

Антимонопольное регулирование постепенно распространяется и на рынок ценных бумаг. В целях развития конкуренции на рынке ценных бумаг, а также расширения прав инвесторов-акционеров принимается порядок контроля за приобретением 35 или более процентов акций в уставном фонде или акций, обеспечивающих более 50 процентов голосов акционеров, в соответствии с которым согласие на приобретение указанных пакетов акций одним лицом или группой лиц, контролирующих имущество друг друга, должно быть получено до момента регистрации сделки с ценными бумагами в Комитете по демонополизации и развитию конкуренции при Министерстве финансов (в противном случае сделка считается недействительной). Основаниями для отказа в получении такого разрешения может быть доминирующее положение эмитента на товарном рынке (удовлетворение ходатайства может привести к усилению доминирующего положения хозяйствующего субъекта или к ограничению конкуренции); доминирующее положение инвестора на том же рынке определенного товара, где работает эмитент; если приобретение акций приводит эмитента и инвестора, контролирующих имущество друг друга, в совокупности к доминирующему положению на рынке определенного товара. Эмитент, реестродержатель, депозитарий и владелец ценных бумаг обязаны раскрывать информацию о владении 35 и более процентов акций или акциями, обеспечивающими более 50 процентов голосов акционеров (Инструкция Комитета по демонополизации и развитию конкуренции при Министерстве финансов зарегистрирована Министерством юстиции Республики Узбекистан 18 октября 1996 г. за № 283).

Март 1997 г.

В целях упорядочения выпуска и обращения векселей установлено, что правом выпуска векселей обладают финансово устойчивые предприятия и организации независимо от форм собственности и

коммерческие банки на срок не более 3 месяцев, а в исключительных случаях до 6 месяцев. Выпуск векселей организациями допускается только с обязательным оформлением вексельного поручительства (аваля) со стороны обслуживающего банка. Запрещены передача векселей в трастовое управление, а также выдача кредитов векселями (Указ Президента Республики Узбекистан "О мерах по упорядочению вексельного обращения в республике" от 19 марта 1997 г.).

Принято Положение о составлении и представлении отчета об итогах выпуска ценных бумаг и годового отчета по ценным бумагам (зарегистрировано Министерством юстиции Республики Узбекистан 10 марта 1997 г. за № 312), в соответствии с которым акционерные общества обязываются представлять отчет об итогах выпуска ценных бумаг (по форме № 1-ЦБ) ежеквартально нарастающим итогом и в сроки для представления очередного квартального (годового) бухгалтерского отчета (до 25 числа следующего месяца по окончании квартала). Годовой отчет по ценным бумагам, согласно форме № 2-ЦБ, после утверждения на общем собрании акционеров представляется в регистрирующий орган по месту регистрации эмитента в срок до 1 июля по окончании отчетного года.

Министерством юстиции Республики Узбекистан зарегистрировано Положение об учетном регистре внебиржевых сделок (12 марта 1997 г. №314), определяющее порядок ведения учетного регистра - документа учета и отчетности инвестиционного института, содержащего сведения обо всех зарегистрированных им внебиржевых сделках по ценным бумагам. В соответствии с документом регистрация внебиржевых сделок с ценными бумагами может осуществляться всеми видами инвестиционных институтов (за исключением инвестиционных консультантов), а также банками, имеющими право работы с ценными бумагами. Регистр должен вестись в отношении всех внебиржевых сделок купли-продажи ценных бумаг, а также договоров дарения, мены, передачи по наследству и т.п. Размер оплаты за регистрацию внебиржевой сделки не должен превышать более 0,5 процента от суммы сделки и 50 минимальных заработных плат.

Принято Положение "О реестре сделок" - документе учета и отчетности инвестиционного института, содержащем сведения обо всех совершенных им сделках, в которых он при заключении договоров выступал в качестве одной из сторон (зарегистрировано в Министерстве юстиции 12 марта 1997 г. за № 315).

Указом Президента Узбекистана от 31 марта установлено, что при формировании уставного капитала акционерных обществ открытого типа, в которых государство сохраняет свою долю, предусматриваются следующие пакеты акций приватизированных предпри-

ятий: государства - не более 25 процентов; трудового коллектива - не более 26 процентов; для реализации иностранному инвестору - не менее 25 процентов; оставшаяся доля - на свободную продажу. Данный порядок действует в течение одного года с даты регистрации проспекта эмиссии, после чего все невыкупленные акции должны выставляться Госкомимуществом на свободную продажу юридическим и физическим лицам, в том числе и иностранным.

Апрель 1997 г.

Законодательство о рынке ценных бумаг пополнилось важнейшим документом, регламентирующим порядок выпуска и обращения производных ценных бумаг. В развитие Закона "О ценных бумагах и фондовых биржах" дано определение опционам, варрантам, фьючерсам. Определено, что к выпуску в обращение на территории Республики Узбекистан допускаются только те производные ценные бумаги, проспект эмиссии которых прошел государственную регистрацию (Положение о порядке выпуска и обращения производных ценных бумаг. Зарегистрировано Министерством юстиции РУз 2 апреля 1997 г. за №320).

Введено Положение об инвестиционных посредниках, в котором подробно охарактеризована брокерская, дилерская деятельность на рынке ценных бумаг, изложены основы взаимоотношений инвестиционных посредников с клиентами, установлены границы использования заемных средств при совершении операций с ценными бумагами, ответственность посредников за соблюдение действующего законодательства (зарегистрировано Министерством юстиции 2 апреля 1997 г. за № 326).

Принято "Положение о порядке оформления и применения санкций за нарушения законодательства о рынке ценных бумаг" (зарегистрировано Министерством юстиции Республики Узбекистан 22 апреля 1977 г. за № 333).

Май 1997 г.

Госкомимуществом принят новый "Порядок разгосударствления и приватизации объектов государственной собственности Республики Узбекистан"(зарегистрирован Министерством юстиции 23 мая 1997 г.), подробнейшим образом расписывающий процедуру приватизации государственного предприятия, начиная с подготовительной работы, подачи заявки и заканчивая выдачей ордера новому собственнику. Порядок впервые предусматривает обязательность проведения в процессе приватизации независимой аудиторской проверки. В 10 приложениях приведены образцы основных документов, подготавливаемых предприятиями в процессе преобразования из государственной формы собственности в акционерную.

Июль 1997 г.

В развитие Закона "Об акционерных обществах и защите прав акционеров" принято Положение о порядке размещения и распространения конвертируемых ценных бумаг - привилегированных акций, облигаций, которые могут быть обращены в простые голосующие акции одного и того же эмитента и наоборот.

Август 1997 г.

18 августа 1997 г. принято постановление Кабинета Министров Республики Узбекистан № 404 "О мерах по совершенствованию размещения пакетов акций и повышении роли акционеров в управлении акционерными обществами, образованными на базе государственной собственности", направленное на совершенствование механизма управления государственной долей собственности, повышение роли акционеров в управлении акционерными обществами. Постановлением Госкомимуществу было поручено провести инвентаризацию текущего состояния размещения (реализации) акций в разрезе каждого акционерного общества, образованного в результате приватизации, и обеспечить при необходимости перераспределение пакетов акций, исходя из положений Указа Президента Республики Узбекистан от 31 марта 1997 г. на основе увеличения их уставных фондов путем выпуска дополнительных акций. Осуждена практика предшествующего приобретения акционерными обществами собственных акций за счет иммобилизации оборотных средств, введен запрет на приобретение ими собственных акций без разрешения Госкомимущества. В составе центрального аппарата Министерства финансов образованы Управление по контролю за начислением и использованием хозяйствующими субъектами дивидендов по государственной доле имущества, а также соответствующие отделы в составе местных финансовых органов в областях.

Сентябрь 1997 г.

Центром по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг принято "Положение о лицензировании деятельности хозяйствующих субъектов на рынке ценных бумаг в качестве инвестиционных институтов" (зарегистрировано Министерством юстиции 9 сентября 1997 г. за № 363), которым, помимо процедуры самого лицензирования, установлено, что обязательной аттестации в Центре подлежат директора инвестиционных институтов и их заместители, руководители отделов, а также специалисты, непосредственно участвующие в заключении сделок и работающие с клиентами.

9 сентября за № 364 Министерством юстиции зарегистрировано утвержденное Центром "Временное положение об экономических нормативах деятельности инвестиционных институтов", которое на-

правлено на обеспечение достаточности собственного капитала инвестиционных институтов для обеспечения условий их устойчивого функционирования. В качестве экономических нормативов установлены: минимальный размер уставного фонда, коэффициент соотношения собственного капитала и средств клиентов, а также минимальный размер риска для одного клиента.

Октябрь 1997 г.

Определено, что дивиденды по государственной доле предприятиям, созданным в результате приватизации, могут передаваться им только на возвратной основе. Сроки возврата переданных предприятию дивидендов по государственной доле акций не должны превышать пяти лет. Контролирующий орган (Министерство финансов) наделен правом изъятия в республиканский бюджет дивидендов по государственной доле акций, использованных не по назначению. Предельный срок выплаты дивидендов по государственной доле акций не должен превышать четырех месяцев с даты принятия решения о выплате дивидендов (Положение "О порядке контроля за использованием предприятиями дивидендов по государственным паям, пакетам акций" зарегистрировано Министерством юстиции Республики Узбекистан 24 октября 1997 г. за № 372).

Ноябрь 1997 г.

При Госкомимуществе Республики Узбекистан создан расчетно-клиринговый отдел. Основными целями его создания являлись организация и ведение системы сверки параметров сделок по ценным бумагам при их заключении с целью предотвращения неисполнения обязательств; ускорение оборота ценных бумаг на биржевом и внебиржевом рынке, предотвращение задержек и неплатежей при исполнении сделок, гарантированность обеспечения поставок акций против платежа. Покупатели акций приватизируемых предприятий одновременно с поручением инвестиционному институту на покупку ценных бумаг обязаны были перечислять 30 процентов от суммы предполагаемой сделки (с указанием эмитента ценных бумаг). В случае неисполнения указанного условия инвестиционный институт по данной позиции не имеет права заключать сделку (Положение о расчетно-клиринговом отделе Госкомимущества Республики Узбекистан. Утверждено 20 ноября 1997 г.).

Март 1998 г.

Указом Президента Республики Узбекистан от 4 марта 1998 г. "О мерах по дальнейшему развитию фондового рынка и поддержке акционерных обществ, созданных на базе государственной собственности" в период до 1 января 1999 года выручка (включая валютные поступления) от реализации акций, предназначенных для свобод-

ной продажи и иностранным инвесторам, передается в полном объеме (за вычетом операционных расходов) на безвозмездной основе акционируемым предприятиям, не подлежит налогообложению и используется строго по целевому назначению на реновацию и обновление выпускаемой продукции.

5 марта 1998 г. постановлением Кабинета Министров Республики Узбекистан № 96 отмечен медленный ход приведения в соответствие долей по пакетам акций, распределяемых среди учредителей в соответствии с Указом Президента от 31 марта 1997 г. (реструктуризации), и осуждена практика, когда акционируемые предприятия за счет отвлечения собственных оборотных средств выкупали пакет акций трудового коллектива и безвозмездно размещали их среди работников предприятия, а также факты, "когда при акционировании преобладающая доля акций закреплялась за трудовым коллективом, в результате чего государственные предприятия без ведома государства преобразовывались в коллективную собственность".

Май 1998 г.

Госкомимуществом принято новое "Положение о порядке оформления и применения санкций за нарушения законодательства Республики Узбекистан о ценных бумагах" (зарегистрировано Министерством юстиции 22 мая 1998 г. за № 439).

Июнь 1998 г.

Определено, что при преобразовании государственного предприятия в акционерное общество передача части акций членам трудового коллектива на безвозмездной основе может осуществляться только при наличии соответствующего решения правительства. При этом право на безвозмездное получение акций имеют ветераны труда - члены трудового коллектива и пенсионеры, ушедшие на пенсию по старости или инвалидности с данного предприятия, проработавшие на нем не менее 10 лет. Стоимость акций, переданных членам трудового коллектива на безвозмездной основе, включается в совокупный доход физических лиц и облагается в общеустановленном порядке (постановление Кабинета Министров Республики Узбекистан № 270 от 29 июня 1998 г. "О механизме налогообложения акций приватизируемых предприятий, полученных физическими лицами на безвозмездной основе").

Дано разъяснение Министерства финансов, Государственного налогового комитета и Центрального банка о порядке налогообложения операций с ценными бумагами, в соответствии с которым:

а) доходы по ценным бумагам, выплачиваемые в виде дивидендов и процентов, облагаются налогом у источника выплаты по ставке 15 процентов;

б) доходы, получаемые в виде дисконта - разницы между ценами покупки и продажи (погашения) дисконтных ценных бумаг, уплачиваются продавцом ценной бумаги по ставке 15 процентов;

в) доходы от операций с ценными бумагами, полученные в виде разницы между ценами покупки и продажи, облагаются по общей ставке налога на доходы (прибыль);

г) доходы, полученные в виде вознаграждения при осуществлении инвестиционными институтами и банками услуг по доверительному управлению, брокерских, депозитарных, консультационных, расчетно-клиринговых и иных услуг, связанных с обращением ценных бумаг, облагаются налогом по общей ставке налога на доходы (прибыль). Данные услуги не облагаются НДС, за исключением консультационных, расчетно-клиринговых, депозитарных, услуг номинального держателя ценных бумаг и реестродержателя (зарегистрировано Министерством юстиции 30 июня 1998 г. за № 449.).

Июль 1998 г.

14 июля принято "Положение о бухгалтерском учете и отчетности в приватизационных инвестиционных фондах", в котором определены общий порядок ведения бухгалтерского учета, а также учета отдельных хозяйственных операций, даны разъяснения по учету доходов и расходов, начислению и выплате дивидендов с бухгалтерскими проводками.

10 июля принято "Положение о порядке регистрации ценных бумаг на территории Республики Узбекистан", которым определен регламент выпуска и регистрации акций, облигаций, подготовки проспекта эмиссии, дана типовая форма проспекта эмиссии, отчетности о выпусках и т.п.

31 июля 1998 г. принято "Временное положение о расчетно-клиринговых организациях на рынке ценных бумаг Республики Узбекистан". Начали функционировать Электронная система внебиржевых торгов "Элсис-Савдо", позволяющая продавать и покупать частным лицам небольшие партии ценных бумаг, а также расчетно-клиринговая палата "Элсис-Клиринг".

Август 1998 г.

22 августа 1998 г. в целях обеспечения активного участия акционеров в управлении акционерными обществами, повышения роли общего собрания акционеров и наблюдательного совета, усиления ответственности исполнительных органов за эффективную работу предприятий принято постановление Кабинета Министров республики "О мерах по совершенствованию системы управления акционерными обществами" за № 361, которое утвердило:

Типовое положение об общем собрании акционеров;

винообразного падения стоимости ценных бумаг и разработать проект законодательства по предотвращению повторного краха фондовой биржи. Свидетельские показания биржевых брокеров с Уолл-стрит, банковских чиновников и специалистов банковских учреждений обнаружили в системе инвестиционных институтов угрожающие масштабы мошенничества и злоупотреблений в отношении инвесторов. Реакция широкой общественности на слушания в Сенате стала непосредственной причиной принятия Закона о банках 1933 года, который, помимо прочего, требовал, чтобы частные банки ограничили свою деятельность либо получением депозитов, либо услугами по инвестициям. Это послужило началом отделения коммерческой банковской системы от инвестиционной, которое по сей день имеет силу закона. Сенатские слушания способствовали принятию *Закона о ценных бумагах*, первого эффективно работающего закона, регулирующего финансы частных корпораций.

Этот закон о "правдивости в ценных бумагах" преследует две основные цели: требование предоставлять инвесторам существенную информацию в отношении ценных бумаг, предлагаемых на широкую продажу и предотвращение введения в заблуждение, обмана и других форм мошенничества при продаже ценных бумаг. Главные средства достижения этих целей заключаются в раскрытии финансовой информации с помощью регистрации предложений и продажи ценных бумаг. Федеральные и государственные долговые обязательства не подлежат регистрации. Определенные ценные бумаги и сделки могут быть исключены из положений о регистрации.

Регистрация предназначена для обеспечения надлежащего и точного раскрытия существенных фактов, относящихся к компании, и ценных бумаг, которые она предлагает к продаже. Благодаря этому инвесторы могут реально оценивать достоинства ценных бумаг и принимать обоснованное решение об их покупке. Регистрация требует, но не гарантирует точности фактов, представленных в регистрационном заявлении и проспекте эмиссии. Закон запрещает ложные и несоответствующие действительности заявления под угрозой штрафных санкций и даже тюремного заключения. По указанному закону инвесторы, купившие ценные бумаги и понесшие убытки, имеют право на возмещение, если они могут доказать, что имело место неполное или неточное раскрытие информации в регистрационном заявлении или проспекте эмиссии. Если такое неправильное заявление доказывается, то ответственность за убытки могут понести выпустившая их компания, ее директора и сотрудники, гаранты размещения ценных бумаг, располагающие контрольным пакетом, продавцы ценных бумаг.

Регистрация ценных бумаг не исключает продажу рискованных акций, плохо управляемых или неприбыльных компаний. Комиссия[1] не решает вопросы, связанные с одобрением или неодобрением ценных бумаг, исходя из достоинств последних. Перспективы компании на успешные операции и другие факторы, влияющие на смысл инвестирования (как, например, цена, доход гаранта размещения или содействующего лица), не оказывают воздействия на вопрос о том, могут ли быть зарегистрированы ценные бумаги.

Для облегчения регистрации различных видов компаний у Комиссии имеются *специальные бланки (заявления)*. Они различаются по своим требованиям к раскрытию, но обычно представляют существенные факты, снижая бремя и расходы по выполнению требований закона. В этих регистрационных бланках предлагается раскрыть следующую информацию:

- описание собственности и бизнеса регистрирующегося лица;
- описание существенных положений о ценных бумагах, предлагаемых на продажу, и их отношение к другим ценным бумагам;
- информация о ведении бизнеса регистрирующегося лица;
- финансовые отчеты, заверенные независимыми аудиторами.

Регистрационные заявления и проспекты о ценных бумагах после представления в Комиссию становятся достоянием общественности. После подачи регистрационного заявления ценные бумаги могут предлагаться устно или через определенное краткое изложение информации в регистрационном заявлении, разрешенное правилами Комиссии. Однако закон запрещает продавать ценные бумаги до даты регистрации (утверждения). Регистрационные заявления рассматриваются на предмет выполнения требований о раскрытии. Если определяется, что заявление является неполным или неточным, регистрирующееся лицо информируется письмом и ему дается возможность представить корректирующие данные. По закону большая часть регистрационных заявлений утверждается на 20-й день после подачи (или на 20-й день после представления последней поправки). Комиссия может приблизить утверждение заявления и, соответственно, разрешение на распространение ценных бумаг, если она считает это возможным. В то же время Комиссия может прийти к выводу о том, что существенные недостатки в некоторых регистрационных заявлениях представляют собой умышленную попытку сокрытия или введения в заблуждение или, что недостатки не подлежат исправлению через неформальный процесс отправки письма. В этих случаях Комиссия решает, необходимо ли провести слушания для получения фактического материала из свидетельств, и определяет, должен

[1] В данном случае речь идет об органе управления и контроля за фондовым рынком США. Таким органом в рассматриваемом периоде являлась федеральная торговая комиссия США.

Типовое положение о наблюдательном совете акционерного общества;

Типовое положение об исполнительном органе акционерного общества;

Примерный трудовой договор о найме руководителя исполнительного органа акционерного общества;

Порядок передачи в доверительное управление государственных пакетов акций;

Положение о государственных поверенных в акционерных обществах.

29 августа 1998 г. принят Закон "О деятельности депозитариев на рынке ценных бумаг". Определена двухуровневая система депозитариев, включающая центральный - государственный депозитарий - и депозитарии второго уровня. Последние в обязательном порядке должны открывать корреспондентские счета в центральном депозитарии. Законодательно определено, что сохранность ценных бумаг, хранящихся и учитываемых в центральном депозитарии, обеспечивается также системой дублирования информационного банка данных центрального депозитария. В законе отражены права и обязанности депозитариев, депонентов, условия конфиденциальности информации и ответственности депозитариев.

Сентябрь 1998 г.

Принято постановление Кабинета Министров Республики Узбекистан "О мерах по совершенствованию деятельности инвестиционных и приватизационных фондов" №410, которое утвердило перечень 200 открытых акционерных обществ с количеством акций, предлагаемых для продажи ПИФам через аукционы, и новые Положения об инвестиционных фондах, Положение о ПИФах, а также Положение о деятельности управляющих компаний. Постановление существенно ужесточило условия выдачи кредитов ПИФам, а также повысило требования к управляющим компаниям, определив минимальный размер собственных материальных активов в сумме, эквивалентной 5000 минимальным размерам оплаты труда. В то же время постановлением освобождены от уплаты налогов, а также сборов и платежей во внебюджетные фонды доходы инвестиционных и приватизационных фондов, полученные в виде дивидендов от находящихся в их инвестиционных портфелях акций приватизированных предприятий, а также доходы, направляемые на покупку акций приватизируемых предприятий.

Ноябрь 1998 г.

Принято постановление Кабинета Министров №477 "О мерах по стимулированию привлечения иностранного капитала при привати-

зации государственной собственности", которым определены три группы предприятий для продажи иностранным инвесторам:

а) при осуществлении приватизации, в том числе базовых отраслей экономики, по индивидуальным проектам (30 предприятий);

б) реализации иностранным инвесторам части пакета акций акционерных обществ на биржевом и внебиржевом рынке (159 предприятий);

в) продажи в полную собственность иностранным инвесторам (69 предприятий). Кроме того, определен перечень из девяти крупных предприятий республики, осуществляющих дополнительную эмиссию акций, для подготовки условий листинга на зарубежных фондовых биржах.

Декабрь 1998 г.

Разработан и утвержден порядок реализации иностранным инвесторам акций приватизируемых предприятий через специальную торговую площадку Республиканской фондовой биржи за свободно конвертируемую валюту.

Январь 1999 г.

Утверждено и зарегистрировано "Положение о лицензировании деятельности инвестиционных институтов на рынке ценных бумаг", где подробно расписаны процедуры лицензирования - от подачи в регистрирующий орган необходимых документов до оформления и выдачи лицензий, а также приостановления действия и аннулирования последних. В этом же месяце зарегистрирован "Порядок реализации акций приватизационных фондов населению при первичном распространении".

Март 1999 г.

Принято новое "Положение об аттестации (переаттестации) физических лиц на право совершения операций с ценными бумагами", где рассмотрены процедуры работы аттестационной комиссии органа, регулирующего рынок ценных бумаг, переоформления, приостановления и лишения квалификационных аттестатов физическим лицам, осуществляющим операции с ценными бумагами. При этом квалификационный аттестат второй категории дает право работать в качестве специалиста инвестиционного института. Первая категория выдается руководителям инвестиционных институтов, уже имеющим аттестат второй категории и стаж работы на рынке ценных бумаг не менее одного года.

Апрель 1999 г.

Центром по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг утверждены тестовые вопросы для аттестации

лиц, претендующих на получение квалификационного аттестата первой или второй категории. По первой категории предусмотрено 200 тестовых вопросов, по второй категории - 250 тестовых вопросов. В этом же месяце принято "Положение об учетном регистре внебиржевых сделок с ценными бумагами", которым определены обязанности регистраторов ценных бумаг, их ответственность за правильное ведение регистра и оформление отчетных документов при регистрации внебиржевых сделок с ценными бумагами и представлении соответствующих сведений в регулятивный орган. В это же время принято новое "Положение о составлении и представлении отчетов по ценным бумагам", в соответствии с которым существенно упрощены отчет о ходе размещения ценных бумаг - форма 1 ЦБ и отчет по ценным бумагам - форма 2 ЦБ. Принимается порядок индексации дивидендов, начисленных на государственный пакет акций, при увеличении уставного фонда в акционерных обществах, созданных на базе государственной собственности. Индексация дивидендов, начисленных на государственную долю акций и других денежных средств, предоставленных государством на безвозмездной основе, осуществляется, исходя из ставки рефинансирования Центрального банка Республики Узбекистан. Для определения суммы, на которую может быть увеличен уставный фонд, дивиденды, начисленные за предыдущие годы, перемножаются на соответствующие годам и указанные в специальной таблице коэффициенты, после чего результаты складываются. Пакет акций, принадлежащий государству, может быть увеличен на величину итоговой суммы, то есть за счет дивидендов, оставленных государством в распоряжении акционерного общества.

Май 1999 г.

Принимается постановление Кабинета Министров Республики Узбекистан "О вопросах организации и деятельности Центрального депозитария ценных бумаг", в соответствии с которым Центральный депозитарий подотчетен в своей деятельности Госкомимуществу и Министерству финансов Республики Узбекистан, финансирование его текущей деятельности осуществляется за счет средств, получаемых им от клиентов за депозитарные и иные услуги, утверждена структура с предельной численностью работников 98 единиц. Национальный депозитарий "ВАКТ" реорганизуется в депозитарий второго уровня с приведением в соответствие технологии, программного обеспечения и экономических нормативов требованиям, установленным органом, регулирующим рынок ценных бумаг.

Август 1999 г.

Зарегистрировано "Положение о требованиях по осуществлению депозитарной деятельности", в соответствии с которым депозита-

рий должен иметь утвержденные тарифы на оказываемые услуги в соответствии с действующим законодательством, определены требования к помещениям и хранилищу, программному и техническому обеспечению, сохранности информации, внутренней технологической документации, внутреннему контролю.

Декабрь 1999 г.

Принят "Порядок действий депозитария при приостановлении и прекращении депозитарной деятельности", в котором регламентируются права и обязанности сторон при прекращении или приостановлении депозитарной деятельности, мероприятия после принятия решения о прекращении или приостановлении депозитарной деятельности, мероприятия после окончания установленного комиссией срока осуществления переводов ценных бумаг в другие депозитарии. Утвержден также "Порядок взаимодействия уполномоченного государственного органа с Центральным депозитарием", где утверждены процедуры постановки на учет в Центральном депозитарии выпусков ценных бумаг, прошедших государственную регистрацию, внесения изменений в параметры выпусков ценных бумаг, снятия их с учета, порядок проведения сверки параметров выпусков ценных бумаг и др. Зарегистрировано "Положение об андеррайтинговой деятельности на рынке ценных бумаг", в соответствии с которым андеррайтерами могут выступать только инвестиционные посредники, инвестиционные компании и коммерческие банки. Для осуществления андеррайтинговой деятельности инвестиционный институт должен иметь лицензию на осуществление деятельности на рынке ценных бумаг или лицензию Центрального банка на право проведения банковских операций. По положению, могут иметь место полное гарантированное размещение - размещение андеррайтером всех ценных бумаг и частичное гарантированное размещение - размещение андеррайтером части ценных бумаг, не менее 10 % данного выпуска. Положение регламентирует также порядок выбора андеррайтера, договор об оказании андеррайтинговых услуг, контроль за деятельностью андеррайтеров и их ответственность.

ГЛАВА 52. ЭВОЛЮЦИЯ ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВА В ОБЛАСТИ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ США

До 1933 года в США не существовало единого (как называют в этой стране - федерального) законодательства в области рынка ценных бумаг. Каждый штат самостоятельно устанавливал законы, регламентирующие создание и функционирование акционерных обществ. В силу имеющихся различий в региональных законодательствах дея-

ли быть отдан "*приказ о приостановке*", означающий прекращение или приостановку действия заявления. Комиссия может издавать такие приказы о приостановке после начала или завершения продажи ценных бумаг.

Хотя убытки, которые могут быть понесены инвесторами при покупке ценных бумаг не компенсируются им приказом о приостановке, распоряжение Комиссии предотвращает их дальнейшую широкую продажу.

Приказ о приостановке не является постоянным препятствием на пути регистрационного заявления или продажи ценных бумаг. Если представлены поправки, корректирующие заявление в соответствии с решением о приказе о приостановке, приказ может быть отменен, и заявление может вступить в действие.

Регистрационные требования относятся к ценным бумагам местных и иностранных эмитентов, а также к ценным бумагам иностранных правительств. Они включают:

- частные предложения ограниченному числу лиц или учреждений, имеющих доступ к информации, раскрываемой регистрацией, которые не предполагают перераспределения ценных бумаг;
- предложения, ограниченные постоянными жителями штата, в котором организована и действует выпускающая ценные бумаги компания;
- ценные бумаги муниципальных, штатных, федеральных и других государственных агентств и банков;
- предложения, не превышающие определенных конкретных размеров в соответствии с правилами Комиссии;
- предложения "инвестиционных компаний для мелкого бизнеса", сделанные в соответствии с правилами и положениями Комиссии.

Независимо от того, освобождены ли ценные бумаги от регистрационных требований или нет, "исключение для мелкого бизнеса" было принято Конгрессом, главным образом, как помощь мелкому бизнесу. Согласно этому закону, предложения ценных бумаг на сумму менее 5 млн. долларов США могут быть освобождены от полной регистрации на основе условий, предписанных Комиссией для защиты инвесторов. Положение "1" Комиссии разрешает определенным местным и канадским компаниям делать предложения, освобожденные от некоторых требований правил. Аналогичные правила имеются для предложений ниже 5 млн. долларов США от инвестиционных компаний для мелкого бизнеса, имеющих лицензию от Управления по делам мелкого бизнеса. Правило "Г" Комиссии разрешает определенным компаниям делать предложения, освобожденные от некоторых правил, на сумму менее 1 млн. долларов США только лишь с

минимальными федеральными ограничениями; более широкое требование к раскрытию и другие условия применяются к предложениям, превышающим эту сумму.

Комитет Сената по банковским операциям выявил в процессе своей работы многочисленные нарушения в работе фондовых бирж, которые были обнародованы. Назревала потребность в законе, который бы строго регулировал их деятельность. В результате в 1934 году Конгресс принял *Закон о ценных бумагах и биржах.*

По этому закону полномочия Федеральной торговой комиссии, которыми она была наделена Законом о ценных бумагах, принятым в предыдущем году, передавались учрежденной Комиссии по ценным бумагам и фондовым биржам. Комиссия наделялась широкими полномочиями по контролю за деятельностью бирж, а большинство брокеров и дилеров были обязаны регистрироваться в ней. Этим законом устанавливалась также система постоянного раскрытия информации компаниями-эмитентами ценных бумаг, имеющих хождение на американских фондовых биржах. Акционерные компании должны были теперь предоставлять Комиссии годовые и квартальные отчеты, содержащие информацию, которая бы, по мнению Комиссии, являлась необходимой для защиты интересов инвесторов.

Необходимость предоставления отчетности корпорациями. Компании, стремящиеся зарегистрировать свои ценные бумаги и попасть в список для публичных торгов на бирже, должны были подавать заявку на регистрацию на бирже и в Комиссию по ценным бумагам и фондовым биржам. Раскрывать информацию должны были компании с активами свыше 1 миллиона долларов США и числом акционеров в 500 лиц и более. Спустя 30 лет это правило распространилось и на ценные бумаги компаний, акции которых котировались и на внебиржевом рынке. Правила Комиссии требуют представления компаниями сертифицированной финансовой отчетности. После регистрации своих ценных бумаг компании должны подавать годовой и периодические отчеты для обновления информации, содержащейся в первоначально поданных документах. Кроме того, эмитенты обязаны посылать определенную отчетность запрашивающим ее акционерам. Эту отчетность можно найти в публичных реферативных комнатах, с нее можно сделать копии за минимальную плату или ее можно получить от копировальной службы, имеющей контракт с Комиссией.

Деятельность по доверенности. Это одно из важнейших положений закона. Оно определяет обеспечение (голосов) по доверенности держателей зарегистрированных ценных бумаг, приведенных в списке

и действующих на внебиржевых рынках, для выборов директоров. Ходатайства со стороны руководства или групп меньшинства должны сопровождаться раскрытием всех значительных фактов в отношении вопросов, по которым просят проголосовать держатели. Держателям ценных бумаг должна быть дана возможность проголосовать по каждому вопросу. Там же, где стоит вопрос о борьбе за контроль над управлением корпорацией, правила требуют раскрытия имен и интересов всех участников голосования по доверенности. Таким образом, держатели могут голосовать обособленно по вопросам, требующим их одобрения. Правила Комиссии требуют представления предлагаемого материала по доверенности заранее на рассмотрение Комиссии для определения выполнения требования по раскрытию.

Интересно отметить, что одним из самых наиболее серьезных нарушений на рынке ценных бумаг были манипуляции так называемых "пулов" (объединений), которые добивались роста цен биржевых ценных бумаг при помощи серии спланированных сделок, а затем продавали их инвесторам до начала падения их цены. Сенатский Комитет обратил на это внимание и запретил различные виды манипуляций с ценными бумагами.

Законом также запрещалось должностным лицам и директорам компаний, зарегистрированным на бирже, заниматься куплей-продажей ценных бумаг своих компаний ради получения прибыли.

Наконец, законом предусматривалось, что первоначальная сумма "маржи" (или кредита), предоставляемой инвесторам, не могла превышать 55 процентов текущей рыночной цены ценной бумаги или 100 процентов самой низкой цены за предшествующие 36 месяцев, а Совет управляющих Федеральной резервной системы наделялся полномочиями поднимать или опускать эти пределы по своему усмотрению. В настоящее время этот предел "маржи" составляет 50 процентов. Таким образом, лицо, покупающее ценные бумаги, должно оплатить наличными не менее половины их стоимости. Остальную сумму оно может занять у своего брокера или в банке. Если Федеральная резервная система устанавливает ставки "маржи" (и таким образом регулирует объемы предоставления средств в кредит в связи с приобретением ценных бумаг), Комиссия по ценным бумагам следит за исполнением требований об уровне "маржи" и может предпринимать предусмотренные законодательством меры за их нарушение.

Регистрация фондовых бирж и других профессиональных участников фондового рынка. В соответствии с Законом 1934 года в Комиссии должны регистрироваться:

- национальные биржи ценных бумаг, имеющие значительные объемы торговли;

- брокеры и дилеры, осуществляющие межштатные операции с ценными бумагами;
- трансфертные агенты;
- клиринговые агентства;
- брокеры и дилеры, осуществляющие торговлю государственными и муниципальными ценными бумагами;
- лица, занимающиеся обработкой информации о ценных бумагах.

Для получения лицензии биржи должны были доказать, что их организация позволяет соблюдать действующее законодательство о ценных бумагах, а их правила содержат справедливые и соответствующие законодательству положения, обеспечивающие защиту инвесторов. В соответствии с законом биржа - это саморегулируемая организация, и ее правила должны содержать исключение, временное отстранение от торгов, другие дисциплинарные меры для брокеров-дилеров, чье поведение не соответствует справедливым и равным принципам торговли. Закон дает возможность фондовым биржам устанавливать меры саморегулирования. В то же время он позволяет Комиссии (по приказу, правилу или положению) утверждать предлагаемые изменения в правилах, касающиеся различных видов деятельности и торговой практики, если это необходимо для достижения цели, преследуемой законом. Биржевые правила и изменения к ним обычно утверждаются после обсуждений представителями биржи и Комиссии. Брокеры-дилеры также должны регистрироваться в Комиссии и регистрировать серьезные изменения в своем статусе или финансовом положении.

Брокеры-дилеры должны соблюдать деловую этику в соответствии со стандартами, утвержденными в законе и правилах Комиссии по защите инвесторов, а также правилами справедливой торговой практики своей ассоциации. Брокеры-дилеры, нарушающие эти правила, могут быть временно или навсегда лишены лицензии Комиссии либо временно или навсегда исключены из состава членов саморегулируемой организации.

В 1935 году Конгресс принял *Закон о холдинговых компаниях коммунальных услуг*. В соответствии с этим законом Комиссия по ценным бумагам и фондовым биржам должна была осуществить реформу в секторе коммунальных услуг, в котором в то время господствовали крупные холдинговые компании с большой задолженностью и со сложной структурой финансирования. Характерной чертой данного сектора являлись злоупотребления в области сделок между аффилированными лицами, действия в нарушение положений штата о деятельности коммунальных компаний, взимание непомерно высокой платы за услуги с потребителей и большое количество банк-

ротств. В соответствии с Законом о холдинговых коммунальных компаниях коммунальные компании, занимающиеся предпринимательской деятельностью в разных штатах, за рядом исключений, должны были зарегистрироваться в Комиссии. От Комиссии в основном требовалось свести деятельность каждой коммунальной холдинговой компании к единой комплексной системе и добиться упрощения структуры финансирования деятельности таких компаний. Комиссия при осуществлении своих функций сосредоточивает усилия на совершенствовании финансовой структуры коммунальной холдинговой компании. Регулированием ставок или же тарифов на газ и электричество занимаются другие учреждения на уровне штата или федеральные агентства. Регулированию подлежали дивидендные платежи (в ситуациях, когда такие платежи могли привести к корпоративным злоупотреблениям), займы внутри компании, обеспечение голосов по доверенности, внутренняя торговля. Комиссия должна была утверждать чрезмерные займы материнской компании у дочерних отделений и "перекрестные" займы у компаний в области коммунального хозяйства любой холдинговой компанией в той же системе холдинга. Все услуги для любой компании, входящей в холдинг, должны были предоставляться по справедливым ценам.

В 1938 году Конгресс утвердил *Закон Малоуни*, в соответствии с которым федеральные положения распространялись на внебиржевой рынок, а также разрешалось учреждать национальные ассоциации по ценным бумагам, которые должны были регистрироваться в Комиссии по ценным бумагам и фондовым биржам. Эти ассоциации должны иметь правила, цель которых - не допускать обманных и мошеннических действий и содействовать развитию справедливых принципов торговли на внебиржевых рынках. На настоящий момент создана только одна такая ассоциация - Национальная ассоциация дилеров по операциям с ценными бумагами, Инк.

В 1939 году реакцией на сообщения о случаях злоупотребления в отношении корпоративных долговых ценных бумаг со стороны доверенных лиц, преследовавших интересы руководства эмитентов в ущерб инвесторам, послужило принятие Конгрессом США *Закона об обязанностях доверенных лиц*. Этот закон установил требования, которые легли в основу "обязанностей доверенных лиц" - документов, определяющих права держателей долговых обязательств и обязанности компании. В соответствии с законом Комиссия наделялась полномочиями по обзору осуществления этих обязанностей. Выпускаемые на рынок долговые обязательства (облигации, векселя и прочие), стоимость которых превышала 7,5 млн. долларов США, подлежали регулированию на основании требований данного закона. Даже

будучи зарегистрированными в Комиссии, такие ценные бумаги не должны предлагаться на продажу широкой публике без оформленного в соответствии с законодательством контракта между держателем акций и компанией.

В 1940 году во исполнение части положений Закона о коммунальных холдинговых компаниях Конгресс поручил Комиссии по ценным бумагам и фондовым биржам провести расследование случаев злоупотреблений в инвестиционных компаниях. В своем докладе Конгрессу Комиссия высказала некоторые рекомендации по преобразованию и регулированию деятельности этих компаний, которые вошли в основу *Закона об инвестиционных компаниях*. Этот закон регулирует деятельность инвестиционных компаний. В соответствии с его положениями инвестиционные компании должны регистрироваться в Комиссии. Закон содержит ряд конкретных требований к составу советов директоров инвестиционных компаний. Операции инвестиционных компаний и их сделки с аффилированными лицами осуществляются на основании этого закона, который в частности:

- запрещает таким компаниям существенно менять природу своего бизнеса или инвестиционную политику без утверждения акционерами;
- запрещает лицам, уличенным в мошенничестве с ценными бумагами, быть должностными лицами или директорами компаний;
- позволяет гарантам размещения ценных бумаг, инвестиционным банкам или брокерам быть только меньшинством директоров таких компаний;
- требует, чтобы контракты руководящего звена представлялись на утверждение акционеров;
- запрещает сделки между компаниями и их директорами, должностными лицами или филиалами, за исключением случаев, утверждаемых Комиссией;
- запрещает пирамидальную систему таких компаний и перекрестное владение их ценными бумагами.

В качестве отдельного направления в рамках исследования сектора инвестиционных компаний в том же году Комиссия по ценным бумагам и фондовым биржам рассмотрела деятельность сектора предоставления консультативных услуг по инвестициям и выявила при этом некоторые случаи нарушений. Для разрешения этих проблем Конгресс принял *Закон о консультантах по инвестициям*, в соответствии с которым лица, занимающиеся предоставлением инвестиционных консультаций, должны регистрироваться, полностью раскрывать характер своих интересов в сделках, осуществляемых для своих клиентов, и не имеют права обманывать клиентов. Комиссия может

отказать в регистрации, приостановить или отменить регистрацию инвестиционного консультанта, если после слушания его дела она находит основания для законодательной дисквалификации (обвинения в определенных финансовых преступлениях), нарушения законодательства о ценных бумагах, умышленное представление ложных отчетов. Согласно этому закону, именно Комиссия наделяется правом определения действий, относимых к мошенническим, обманным или жульническим.

В 1961 году Конгресс поручил Комиссии по ценным бумагам и фондовым биржам провести обзор правил национальных фондовых бирж и Национальной ассоциации дилеров по операциям с ценными бумагами. Результатом этого обзора стало Специальное исследование в области работы рынков ценных бумаг в 1963 году и появление *Поправок к Законам о ценных бумагах 1964 года*. В соответствии с поправками требования к регистрации, раскрытию информации и другие меры обеспечения защиты инвесторов распространялись на ценные бумаги, продающиеся на внебиржевых рынках. Кроме того, ужесточались требования к качеству фирм по операциям с ценными бумагами и квалификации их сотрудников, укреплялись функции контроля Комиссии по ценным бумагам и фондовым биржам и саморегулируемых организаций.

В 1968 году Конгресс внес поправку в Закон о биржах, распространив его положения об отчетности и раскрытии на ситуации, где имеется попытка установить контроль над компанией посредством тендерного предложения или другого планируемого приобретения акций в количестве более 10 процентов от всех ценных бумаг компании. Эта поправка вошла в историю США как *Закон Уильямса*. Затем в 1970 году эта поправка была дополнена, и порог приобретения акций снизился до 5 процентов. В соответствии с новым законодательством ужесточались требования к раскрытию информации лицами, делающими предложения о приобретении ценных бумаг за наличные, предложения об обмене ценных бумаг и приобретающими крупные пакеты ценных бумаг на бирже, а Комиссия по ценным бумагам и фондовым биржам наделялась широкими директивными полномочиями в области регулирования предложений о приобретении ценных бумаг.

В 1970 году Конгресс принял *Закон об обеспечении защиты вкладчиков в ценные бумаги* и образовал Корпорацию по обеспечению защиты вкладчиков в ценные бумаги, которая должна была руководить работой страхового фонда, обеспечивающего страхование клиентов - брокеров и дилеров. В настоящий момент сумма страхования ценных бумаг составляет 500 тыс. долларов, а наличных денег -

100 тыс. долларов на клиента. Эта страховка обеспечивает защиту инвесторов в случае банкротства брокера, но при этом не обеспечивает защиту против обмана брокерами-дилерами или против неправильных инвестиционных решений.

В 1975 году Конгресс внес поправки в законодательство о ценных бумагах, отменяющие фиксированные комиссионные брокеров-дилеров, побуждающие Комиссию по ценным бумагам и фондовым биржам способствовать развитию системы национального рынка и укрепляющие полномочия Комиссии в отношении саморегулируемых организаций. В соответствии с поправками был также учрежден Директивный Совет по муниципальным ценным бумагам, в задачи которого входит осуществление контроля за работой сектора муниципальных ценных бумаг. Поправками требования к регистрации и ведению отчетности были распространены на клиринговые учреждения, агентов по передаче ценных бумаг и депозитарии.

Вслед за Уотергейтским скандалом и сообщениями о том, что американские компании осуществляют сомнительные выплаты официальным лицам в Соединенных Штатах и за рубежом, Комиссия по ценным бумагам и фондовым биржам утвердила программу, позволяющую компаниям избежать исполнительных действий Комиссии путем проведения собственного расследования случаев сомнительных или незаконных выплат. Последовавшее за этим выявление 450 американскими корпорациями практики создания фондов для подкупа должностных лиц в Соединенных Штатах и за рубежом привело к принятию *Закона о нечестных действиях за границей.* Этот закон запрещал фальсификацию корпоративных бухгалтерских документов и обязывал руководство корпораций ввести систему мер внутреннего бухгалтерского контроля. Данный закон запрещает компаниям США осуществлять выплаты иностранным официальным лицам в целях получения или продления контрактов.

В 1983 году Комиссия по ценным бумагам и фондовым биржам предложила усовершенствовать законодательство с целью облегчения осуществления мер против торговли с использованием конфиденциальной информации. В результате в 1984 году Конгресс принял *Закон о санкциях против лиц, занимающихся торговлей с использованием конфиденциальной информации,* в соответствии с которым Комиссия наделялась полномочиями добиваться наложения гражданско-правовых взысканий вплоть до трехкратной суммы прибыли, извлеченной в результате сделок с использованием конфиденциальной информации, и повышался размер максимальных уголовно-правовых штрафов.

В 1986 году Конгресс принял *Закон о государственных ценных бу-*

магах, в результате чего были внесены поправки в Закон о ценных бумагах и фондовых биржах, позволяющие Министерству финансов обнародовать правила, касающиеся некоторых аспектов операций с государственными ценными бумагами. Закон наделял Комиссию, федеральные органы регулирования деятельности банков, бирж и Национальную ассоциацию дилеров по операциям с ценными бумагами полномочиями в области осуществления проверок финансовых документов и сделок дилеров по операциям с государственными ценными бумагами. Закон также давал Комиссии полномочия выносить осуждение или ограничивать деятельность некоторых брокеров и дилеров по операциям с государственными ценными бумагами, а также временно отзывать или аннулировать их лицензии.

В результате выявления нарушений и случаев незаконной практики в 1988 году Конгресс принял законодательство, направленное на облегчение осуществления положений, запрещающих торговлю с использованием конфиденциальной информации. В соответствии с Законом об обеспечении осуществления санкций против лиц, занимающихся торговлей с использованием конфиденциальной информации, и мошенничеством в области операций с ценными бумагами, лица, занимающие руководящие должности, могут быть подвергнуты наказаниям за нарушения, совершенные их подчиненными при определенных обстоятельствах. Также повышался максимальный размер уголовно-правовых штрафов, определенных в Законе о ценных бумагах и фондовых биржах. Данный закон также требует от брокеров-дилеров и консультантов по инвестициям применять такие процедуры, которые не давали бы возможности этим брокерам-дилерам, консультантам по инвестициям и аффилированным с ними лицам заниматься торговлей с использованием конфиденциальной информации.

В 1990 году Конгресс принял законодательство, в соответствии с которым вводились новые судебные и административные меры за нарушение федеральных законов о ценных бумагах, а Комиссия по ценным бумагам и фондовым биржам наделялась новыми полномочиями в области регулирования и обеспечения осуществления законодательства на рынке "грошовых" акций.

Положения реформы в области "грошовых" акций имели целью укрепление полномочий Комиссии по ценным бумагам и фондовым биржам в борьбе с мошенническими действиями на рынке этих акций, который был особенно подвержен злоупотреблениям. В основном "грошовые" акции - это недорогие ценные бумаги (их стоимость не превышает 5 долларов), которые имеют хождение на внебиржевом рынке. В отличие от них средняя цена акций, продающихся на Нью-

Йоркской фондовой бирже, в декабре 1990 г. составила примерно 30 долларов за акцию. Положения реформы в области "грошовых" акций расширили полномочия Комиссии по введению санкций. Помимо этого, положения в общем обязывают Комиссию издавать правила, регулирующие рынок "грошовых" акций.

Комиссия наделялась также полномочиями издавать приказы о прекращении противоправной деятельности в связи с любым нарушением федеральных законов о ценных бумагах, издавать приказы при осуществлении административных процедур с требованием о возвращении незаконно присвоенных прибылей и предоставлении бухгалтерских документов, а также облагать гражданско-правовым штрафом подотчетные учреждения и связанные с ними лица. Законодательство также уполномочивало федеральные суды облагать уголовно-правовыми штрафами фактически за любое нарушение федеральных законов о ценных бумагах и фондовых биржах, а также запрещать лицам, совершившим мошеннические действия, работать в качестве должностных лиц или директоров акционерных компаний открытого типа.

В 1990 году Конгресс США принял законодательство, расширяющее полномочия Комиссии в сфере регулирования различных аспектов функционирования рынка ценных бумаг, включая следующее: во-первых, Комиссия по ценным бумагам и фондовым биржам может, при отсутствии возражений у Президента, приостанавливать на некоторое время торговлю, если, по ее мнению, это необходимо в интересах общества и для защиты инвесторов. Во-вторых, Комиссия имеет право предпринимать соответствующие действия в чрезвычайной ситуации с целью поддержания или восстановления справедливого и упорядоченного функционирования рынка ценных бумаг или для обеспечения оперативных, точных и надежных клирингов и расчетов. В-третьих, Комиссия вправе утверждать правила, касающиеся требований к предоставлению отчетов и ведения учета в отношении крупных торговцев и крупных сделок. В-четвертых, это законодательство расширяет возможности получения Комиссией доступа к информации, помогающей ей в оценке финансового и функционального положения брокера или дилера.

В 1990 году Конгрессом были приняты поправки к Законам о ценных бумагах, дающие Комиссии дополнительные полномочия по налаживанию лучшей координации международных усилий в деле обеспечения соблюдения законодательства, заполняющие пробелы в текущем законодательстве в отношении предоставления информации держателям акций, а также упорядочивающие и модернизирующие Закон об обязанностях доверенных лиц 1939 года. В области

мер по обеспечению соблюдения законодательства в международном масштабе данное законодательство дает возможность Комиссии сохранить конфиденциальный характер определенной информации, полученной от иностранного органа по контролю за операциями с ценными бумагами, которая в других случаях должна раскрываться в соответствии с законодательством США. Раскрытия данной информации не потребуется, если иностранный орган по контролю операций с ценными бумагами добросовестным образом установит и доведет до сведения Комиссии по ценным бумагам и фондовым биржам США, что обнародование этой информации явилось бы нарушением законодательства этой страны.

Поправки четко определяют директивные полномочия Комиссии по ценным бумагам и фондовым биржам в плане предоставления официальным лицам иностранных органов по контролю операций с ценными бумагами доступа к определенным видам закрытой информации, если лицо, запрашивающее информацию, дает соответствующие гарантии о сохранении ее конфиденциального характера. Поправки также уполномочивают Комиссию по ценным бумагам, саморегулируемые организации вносить порицание специалисту по ценным бумагам, а также аннулировать его лицензию или вводить ограничения на его деятельность, если суд иностранного государства или орган иностранного государства по контролю операций с ценными бумагами придет к выводу, что данное лицо занималось незаконной или неправомерной деятельностью.

В августе 1991 года в компании "Соломон бразэрс, Инк." были выявлены случаи нарушения некоторыми ее сотрудниками правил Министерства финансов и федеральных законов о ценных бумагах в связи с проведением некоторых аукционов продажи государственных ценных бумаг. Так называемый скандал в компании "Соломон" послужил причиной того, что Конгресс подверг пристальному рассмотрению вопрос о работе рынка государственных ценных бумаг. После двухлетних дискуссий в конце 1993 года Конгресс принял поправки к Закону о государственных ценных бумагах 1993 года. В этих поправках Министерство финансов получило бессрочное продление своих полномочий, в соответствии с законом 1986 года, по выпуску правил, касающихся рынка государственных ценных бумаг. Закон давал Комиссии право получать записи о торговых операциях с государственными ценными бумагами в виде, пригодном для автоматического считывания, для наблюдения и обеспечения выполнения законодательства. По закону Министерство финансов могло требовать от дилеров и торговцев предоставлять отчеты о владении большим количеством правительственных ценных бумаг. Закон так-

же расширял полномочия Комиссии по разработке правил по борьбе с мошенничеством на рынке государственных ценных бумаг.

Законом об улучшении деятельности на национальном рынке ценных бумаг от 1996 года были изменены правила контроля за соблюдением установленных норм инвестиционными консультантами. Закон упразднил существовавшую систему дублирующих друг друга норм, регулирующих деятельность инвестиционных консультантов на федеральном уровне и уровне штатов. Функции контроля за деятельностью инвестиционных консультантов были распределены между Комиссией и регулирующими органами штатов. Комиссия регулирует деятельность инвестиционных консультантов, управляющих активами свыше 75 млн. долларов, консультантов зарегистрированных инвестиционных компаний, а также консультантов, пользующихся особыми льготами. Все другие инвестиционные консультанты находятся исключительно в юрисдикции органов регулирования рынка ценных бумаг на уровне штатов. Поправки к Закону, вступившие в силу в 1997 году, определили случаи, исключения из этого общего правила, когда регистрация консультанта может повредить интересам штата, отрицательно сказаться на торговле между штатами. В этих случаях консультанты имеют право обращаться в Комиссию с вопросами о регистрации. Полномочия штатов и Комиссии по вопросам финансового мошенничества распространяются на всех консультантов.

ОСНОВНЫЕ ПОНЯТИЯ И ТЕРМИНЫ

государственное регулирование РЦБ
модели регулирования РЦБ
саморегулируемые организации
органы управления РЦБ
защита прав инвесторов
раскрытие сведений
публикация информации
предпосылки создания РЦБ
эволюция рынка ценных бумаг
антимонопольное регулирование РЦБ
законодательство о РЦБ
инвентаризация размещения акций
манипуляции на рынке ценных бумаг
мошенничество на рынке ценных бумаг
налогообложение операций с ЦБ
доходы от ценных бумаг
система управления АО
федеральное законодательство
сделки с маржой
финансовые потери
специальные бланки КЦБФБ
регистрационные заявления
регистрационные требования
отчетность корпораций
деятельность по доверенности
аффилированные лица
обязанности доверенных лиц
фальсификация документов
конфиденциальная информация
грошовые акции
порицание специалисту
действия в чрезвычайной ситуации
аннулирование лицензии
незаконная деятельность на РЦБ

НОРМАТИВНЫЕ ДОКУМЕНТЫ

1."О ценных бумагах и фондовой бирже". Закон Республики Узбекистан. Принят 2 сентября 1993 г.

2. "О механизме функционирования рынка ценных бумаг". Закон Республики Узбекистан. Принят 25 апреля 1996 г.

3. "О вопросах организации деятельности Центра по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг". Постановление Кабинета Министров Республики Узбекистан №126 от 30 марта 1996 г.

4. "О мерах по упорядочению функционирования и дальнейшему развитию рынка ценных бумаг в республике". Постановление Кабинета Министров Республики Узбекистан № 351 от 7 сентября 1995 г.

5. Положение о порядке оформления и применения санкций за нарушение законодательства Республики Узбекистан о ценных бумагах. Зарегистрировано 22 мая 1998 г. за №439.

6. Положение о порядке выпуска и регистрации ценных бумаг на территории Республики Узбекистан. Зарегистрировано 10 июля 1998 г. за № 453.

7. Положение о лицензировании деятельности инвестиционных институтов на рынке ценных бумаг. Зарегистрировано 13 января 1999 г. за № 593.

8. Securities act of 1993; Securities Exchange act of 1934; Public Utility Holding Company act of 1935; Trust Indenture act of 1939; Investment Company act of 1940; Investment Advisers act of 1940; Securities Investor Protection act of 1970. Compliation of securities laws within the jurisdiction of the committee on energy and commerce. Investment advisers act of 1940. U.S. GOVERMENT PRINTING OFFICE. WASHINGTON. 1993.

ЛИТЕРАТУРА

1. The Work Of The SEC. U.S. Securities and Excange Commission. - 1992.

2. Гонсон П. Контроль за рынком ценных бумаг в США. Вашингтон. - 1994.

3. Securities Regulation In the United States. NASD. Washington. - 1992.

4. Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок. - М.: Перспектива, 1995.

5. Алексеев М.Ю. Рынок ценных бумаг. - М.: Финансы и статистика, 1992.

6. "Обзор финансового рынка Узбекистана". // Ежеквартальный информационный бюллетень, 1996 - 2000.

7. "Рынок ценных бумаг". // Ежемесячный информационный бюллетень,1996 - 2000.

8. Материалы сессии международной рабочей группы по модельному законодательству о рынке ценных бумаг. - Ташкент: - 1999.

9. Первое Всероссийское совещание по рынку ценных бумаг и срочному рынку. Программа восстановления фондового рынка. Проект, подготовленный Я.Миркиным. - М.: -1999.

РАЗДЕЛ VIII. КОНЪЮНКТУРА РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

ГЛАВА 53. ОСНОВЫ ФИНАНСОВОГО АНАЛИЗА ЭМИТЕНТОВ

Во многих странах с развитой рыночной экономикой анализ рынка ценных бумаг является самостоятельной научной дисциплиной. Существует несколько школ этого анализа, применяющих различные подходы. Однако наиболее представительными являются фундаментальная школа анализа (Грэхема и Дода) и техническая школа.

Сторонники школы *фундаментального анализа* строят свои исследования на тщательном изучении бухгалтерских балансов, финансовой отчетности, раскрываемой эмитентами ценных бумаг. На основе досконального изучения таких показателей деятельности предприятия, как доходы, объемы продаж, активы, пассивы, рентабельность, менеджмент, а также параллельного анализа состояния рынков, на котором данная компания пытается утвердиться, делается главный вывод - завышена или занижена цена акций компании по сравнению с их "внутренней" или "действительной" стоимостью. Целью такого анализа является выявление "недооцененных" рынком ценных бумаг. На основании этих выводов инвесторы могут принимать решения о покупке, продаже или временном удержании тех или иных ценных бумаг.

Школа *технического анализа* строит свою теорию на утверждении о том, что в биржевых курсах уже отражены все те сведения, которые впоследствии публикуются в отчетах компаний и становятся объектом, по существу, утратившего смысл фундаментального анализа. Главным объектом изучения сторонников данной школы является анализ спроса и предложения ценных бумаг, то есть изучение рынка ценных бумаг как такового, в отрыве от воздействующих на него экономических, политических и психологических факторов. При этом строятся специальные модели движения цен. Таким образом устанавливается не ценность ценных бумаг определенной компании, а общие тенденции на рынке и, исходя из этого, рекомендуется принятие того или иного решения.

В странах СНГ, а также в Узбекистане аналитиками рынка ценных бумаг чаще всего используются элементы фундаментального анализа. Причем цели его проведения самые различные. Это и разработка мероприятий по улучшению финансового положения предприятия и построения новой стратегии управления активами в будущем периоде, и определение привлекательности вложений в акции или другие ценные бумаги того или иного эмитента. Эти исследования проводят не только инвестиционные консультанты, но и бухгалтеры, экономисты предприятий, аудиторы и т.п. В ходе анализа финансового положения предприятия изучается динамика уровня платежеспособно-

сти, ликвидности, деловой и рыночной активности.

В рамках осуществления фундаментального анализа большое значение имеет проведение анализа финансового состояния предприятия. Этот анализ проводится по различным методикам, каждая из которых имеет свои позитивные стороны и недостатки. Известна, например, методика анализа финансового состояния предприятия приведенная в утвержденных 17 апреля 1997 г. правительственной комиссией Республики Узбекистан по вопросам банкротства и санации предприятий "Методических рекомендациях по финансовому анализу предприятия", предназначенная для выявления причин неплатежеспособности хозяйствующего субъекта и неудовлетворительной структуры баланса. Результаты анализа позволяют оценить текущее финансовое состояние и деятельность предприятия за предшествующий период и выявить возможности на будущее. Методикой установлены параметры для принятия решения о несостоятельности. Данную методику с некоторыми условностями можно использовать при проведении фундаментального анализа и определения инвестиционной привлекательности компаний.

Существует методика, используемая в компьютерной программе Analitic plus, разработанная рейтинговой компанией "Рейтинг-финанс", количество показателей в которой исчисляется несколькими десятками.[1] Данная методика применяется в отдельных ассоциациях для определения внутреннего рейтинга компаний по ассоциации, а также изучения слабых мест предприятий отрасли с целью принятия мер по их финансовому оздоровлению.

Следует отметить, что для определения инвестиционной привлекательности вовсе не обязательно осуществлять по каждой компании "глобальные" исследования и рассчитывать достаточно большое количество экономических коэффициентов. Опыт неправительственного агентства "Консаудитинформ" свидетельствует о том, что для выяснения общего финансового положения предприятия достаточно определиться по "главным" коэффициентам, после чего становится ясно: привлекательно ли, с инвестиционной точки зрения, данное предприятие или нет. В этих целях, например, Агентство "Консаудитинформ" при осуществлении финансового анализа акционерных обществ использует собственную систему показателей, наиболее полно отражающую состояние предприятия в динамике за тот или иной период. Если этот анализ дает неплохие результаты, то исследование можно продолжить уже по углубленной, более детальной методике с тем, чтобы выяснить возможные, скрытые на первый взгляд, "подводные камни".

Исходными материалами для проведения анализа служат показатели документов бухгалтерской и финансовой отчетности, представляемые предприятиями в налоговую инспекцию ежеквартально

[1] См. Волжин И.О, Ергашбаев В.В. Финансовый анализ. - Ташкент: - 1998.

и ежегодно: баланс (форма № 1), отчет о финансовых результатах (форма № 2), справка о дебиторской и кредиторской задолженностях (форма № 2а) и расшифровки к ней, отчет о денежных потоках предприятия (форма № 3), отчет о движении основных средств (форма № 4), отчет о собственном капитале (форма № 5), формы статистической отчетности, а также отчеты по формам 2 ЦБ (годовая) и 1 ЦБ (квартальная), представляемые в орган по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг. Результаты анализа, опубликованные вместе с информацией, предназначенной для раскрытия, представлены в главе 57 этого же раздела.

✓ **Коэффициенты платежеспособности**

Коэффициент автономии определяется путем деления стр. баланса (форма № 1) 390 на стр. 550. В данном случае величина собственного капитала относится к величине имеющегося капитала в целом. Рост коэффициента свидетельствует об увеличении финансовой независимости предприятия и снижении риска финансовых затруднений, повышает гарантии погашения предприятием своих обязательств и наоборот.

Коэффициент соотношения заемных и собственных средств определяется как частное от деления стр. (540-400-410) на стр.390 баланса. Рост коэффициента отражает превышение величины заемных средств над собственными источниками их покрытия и оценивается отрицательно, поскольку указывает на снижение финансовой независимости предприятия и увеличение риска зависимости от заемных средств.

Коэффициент маневренности определяется как частное от деления стр. (390+400+410-110) на стр. 390 баланса. Увеличение коэффициента свидетельствует об улучшении финансового состояния предприятия.

Коэффициент обеспеченности запасов и затрат собственными источниками определяется как частное от деления стр. (390+400+410-110) на стр. (120+130+140+150+160) баланса. Если значение коэффициента ниже единицы, то формирование производственных запасов предприятия, осуществляется в основном за счет привлеченных средств.

Коэффициент покрытия или платежеспособности определяется как частное от деления стр. 300 на стр. (540-400-410). Рост коэффициента свидетельствует об усилении платежных возможностей предприятия при условии своевременных расчетов с дебиторами, нормальной реализации готовой продукции и продажи в случае необходимости прочих элементов материальных оборотных средств.

Коэффициент ликвидности определяется как частное от деления стр. (170+180+190+200+210+220+230+240+250+260+270+280+290) на стр. (540-400-410) баланса. Рост коэффициента указывает на усиление платежных возможностей предприятия при условии своев-

ременного проведения расчетов с дебиторами.

Коэффициент абсолютной ликвидности определяется как частное от деления стр. (170+180+190+200+210) на стр. (540-400-410) баланса. Рост коэффициента свидетельствует об усилении способности предприятия оплачивать счета сразу по их предъявлении.

Коэффициент реальной стоимости имущества производственного назначения определяется как частное от деления стр. (012+120+130) на стр.310 баланса.

✓ **Показатели, характеризующие уровень рентабельности компании**

Рентабельность продаж определяется как частное от деления стр. 110 на стр. 010 отчета о финансовых результатах (форма № 2). Данный показатель указывает, сколько прибыли приходится на единицу реализованной продукции.

Рентабельность всего капитала определяется как частное от деления стр. 200 формы 2 на стр. 310 баланса. Показатель характеризует эффективность использования капитала компании в целом.

Рентабельность основных средств и прочих внеоборотных активов определяется как частное от деления стр. 200 формы № 2 на стр. 110 формы № 1. Данный показатель характеризует эффективность использования основных средств и прочих внеоборотных активов.

Рентабельность собственного капитала определяется частным от деления стр. 200 формы № 2 на стр. 390 баланса. Показывает размер полученной прибыли на 1 сум вложенного собственного капитала, характеризуя эффективность использования последнего.

Рентабельность перманентного (первоначального) капитала определяется путем деления стр. 200 формы 2 на стр. (390+400+410) баланса. Характеризует эффективность использования собственного капитала и заемных средств: размер полученной прибыли на 1 сум вложенных собственных средств и долгосрочных обязательств.

✓ **Показатели деловой активности компании**

Общая оборачиваемость капитала определяется как частное от деления стр. 010 формы 2 на стр. 310 баланса. Показывает скорость оборота всего капитала предприятия. Рост показателя отражает ускорение кругооборота собственного капитала компании.

Оборачиваемость собственного капитала определяется как частное от деления стр. 010 формы № 2 на стр. 390 баланса. Характеризует скорость оборота собственного капитала. Рост показателя указывает на ускорение кругооборота собственного капитала предприятия.

Оборачиваемость мобильных средств определяется как частное от деления стр. 010 формы № 2 на стр. 300 баланса. Характеризует скорость оборота мобильных средств (оборотных активов).

Оборачиваемость материальных оборотных средств определяется путем деления стр. 010 формы № 2 на стр. (120+130+140+150+160) баланса. Характеризует скорость оборота материальных оборотных

средств. Снижение показателя свидетельствует об относительном увеличении производственных запасов и незавершенном производстве или о снижении спроса на готовую продукцию.

Оборачиваемость готовой продукции определяется путем деления стр. 010 формы № 2 на стр. 140 баланса. Характеризует скорость оборота готовой продукции. Рост коэффициента указывает на увеличение спроса на продукцию предприятия, снижение - на затоваривание.

Оборачиваемость дебиторской задолженности определяется как частное от деления стр. 010 формы № 2 на стр. (220 + 230 + 240 + 250 + 260 + 270 + 280 + 290) баланса. Показывает скорость оборота дебиторской задолженности. Рост показателя свидетельствует о расширении коммерческого кредита, предоставляемого предприятием, а снижение - на его сокращение.

Средний срок оборота дебиторской задолженности определяется путем умножения 365 (дн.) на стр. (220 + 230 + 240 + 250 + 260 + 270 + 280 + 290) баланса и деления на стр. 010 формы № 2. Характеризует средний срок возврата коммерческого кредита предприятию.

Оборачиваемость кредиторской задолженности определяется путем деления стр. 010 формы № 2 на стр. (450 + 460 + 470 + 480 + 490 + 500 + 510 + 520 + 530) баланса. Характеризует скорость оборота кредиторской задолженности. Рост показателя означает расширение кредита, предоставляемого предприятию.

Средний срок оборота кредиторской задолженности определяется путем умножения 365 (дн.) на стр. (450 + 460 + 470 + 480 + 490 + 500 + 510 + 520 + 530) и последующего деления на стр. 010 формы № 2. Характеризует средний срок возврата коммерческого кредита предприятием.

Фондоотдача основных средств и прочих внеоборотных активов определяется путем деления стр. 010 формы № 2 на стр. 110 баланса. Показывает эффективность использования основных средств и прочих внеоборотных активов, измеряемую величиной продаж, приходящуюся на единицу стоимости средств.

✓ **Показатели рыночной активности компании**

Чистая прибыль в расчете на одну акцию определяется путем умножения стр. 200 формы 2 на 1000 и последующего деления на количество выпущенных акций. Полученное значение показывает, сколько чистой прибыли приходится на одну акцию.

Балансовая стоимость одной акции определяется путем умножения стр. 390 баланса на 1000 и последующего деления на количество выпущенных акций. Показывает размер собственных средств, приходящихся на одну акцию.

Соотношение цена/доход определяется делением рыночной цены акции на чистую прибыль в расчете на одну акцию. Полученное значение показывает недисконтированный срок окупаемости инвестиций в акции предприятия.

ГЛАВА 54. ХАРАКТЕРИСТИКА ИНДЕКСОВ ЦЕННЫХ БУМАГ И ИХ ЗНАЧЕНИЕ

Важным элементом индустрии рынка ценных бумаг являются индексы. В экономической литературе часто можно встретить понятие "*average*" (средний показатель), однако следует иметь в виду, что "*average*" и "*index*" - разные понятия. Индексы ценных бумаг по сравнению со средними показателями предполагают более конкретные и точные методы расчета изменения курсов ценных бумаг. Кроме того, в отличие от обычных средних показателей каждый индекс имеет свой базовый период. В различных странах выработаны свои особые методики исчисления тех или иных индексов, однако все они в той или иной мере являются индикаторами состояния экономики. Сами по себе значения рассчитанных абсолютных величин индексов участникам фондового рынка ничего не дают. Только при сопоставлении отдельных значений индексов с базовыми или с предыдущими величинами можно определить тенденции изменения ситуации на рынке. Если кривая индекса в динамике поднимается к верху - это свидетельствует об оживлении либо подъеме экономики государства, если, наоборот наблюдается тенденция падения кривой индекса, - это явный признак спада производства или кризиса.

Расчет индексов осуществляется по ценным бумагам, обычно акциям, значительного количества компаний. Существуют несколько различных методов расчета индексов ценных бумаг, однако самым распространенным является умножение числа выпущенных ценных бумаг (акций) каждой компании на их цену с последующим делением на общее количество ценных бумаг, отобранных для расчета. Для устранения недостатков, присущих средним показателям, при расчете индексов используются точные статистические формулы. Индексы рассчитываются фондовыми биржами, инвестиционными институтами, специальными агентствами и издательствами, в том числе и государственными.

В последние годы в западных странах и США появилось огромное количество так называемых субиндексов - средних показателей, строящихся на основе отдельных видов ценных бумаг, финансовых инструментов, обращающихся на отдельных сегментах рынка (биржевом или внебиржевом), по отраслевому, территориальному признакам и т.п. Отдельные индексы используются в арбитражных сделках при операциях с опционами и фьючерсами. Технология индексных сделок основывается на том, что положительное или отрицательное изменение величины индекса умножается на денежный коэффициент (в США для большинства индексов он равен 500 долл.). Полу-

ченная сумма выплачивается одной из участвующих сторон. Индексные фьючерсы и опционы заведомо не предполагают каких-либо поставок ценных бумаг, сделка закрывается только через оплату разницы, образовавшейся от движения индекса вверх или вниз. Причем у фьючерсов это происходит с помощью рыночной отметки, т.е. результат сделки выражается маржевыми позициями сторон к моменту окончания контракта. Индексные опционы в большей степени, чем фьючерсы, помогают проводить защитные и страхующие операции по отношению к диверсифицированным портфелям, когда общая ситуация на рынке становится нестабильной. По мнению ряда специалистов, подключение этих фьючерсов и опционов к любому портфелю не изменяет в среднем его доходность, но существенно понижает степень риска.

✓ **Индекс Доу-Джонса (Dow-Jones)**

Это самый известный и авторитетный, а также исторически выдержанный в мире индекс.[1]

В его основе лежит арифметическая средняя взвешенная ежедневных котировок определенной группы компаний на момент закрытия биржи. Метод исчисления индекса Доу-Джонса неоднократно менялся. В настоящее время составляются четыре различных индекса Доу-Джонса.

1. Промышленный индекс Доу-Джонса (Dow-Jones Industrial average) - средний показатель движения курсов акций 30 крупнейших промышленных компаний. На его составляющие приходится от 15 до 20 процентов рыночной стоимости всех акций, котируемых на Нью-Йоркской фондовой бирже. Индекс рассчитывается по специальной формуле, путем сложения цен включенных в него акций на момент закрытия биржи и деления полученной суммы на деноминатор (число, которое несколько меньше числа, представляющего общее количество акций), скорректированный на величину расщепления акций и дивидендов в форме акций, составляющих свыше 10 процентов рыночной стоимости выпусков, а также на замещение компонентов слияния и поглощения. Поэтому его величина гораздо выше, чем просто средняя цена акций. Корректировки делаются специально, чтобы исключить искажения окончательного результата.

[1] В 1884 году Чарльз Доу сделал список средних цен на момент закрытия Нью-Йоркской фондовой биржи из 11 видов акций, представляющих 9 железнодорожных и 2 производственные компании. Он опубликовал его в газете - предшественнице "The Wall Street Journal", которую позднее основал вместе со своим компаньоном Эдди Джонсом. Через 12 лет газета начала публиковать этот индекс на постоянной основе. Чарльз Доу постоянно работал над совершенствованием индекса, и к 1896 году он опубликовал первый список промышленных акций. Первыми компаниями, вошедшими в список, были: American Cotton; American Sugar; American Tobacco; Chicago Gas; Oil Distilling & Cattle Feeding; General Electric; US Leather Ltd; US Rull; Laclede Gas; National Lead; North American; Tennessee coal & Iron. В настоящее время список компаний, на основе которых формируется индекс Доу-Джонса, определяется главным редактором все той же известнейшей газеты "The Wall Street Journal".

Индекс котируется в пунктах, и имеет смысл только по отношению к тому, что было в прошлом. Он запрещен для использования его в качестве основы для фьючерсных и опционных контрактов. Безусловно, если бы в числитель указанной формулы были бы включены акции компаний с более высокой рыночной ценой, то и значение индекса были бы выше. Однако индекс Доу-Джонса является одним из наиболее реально отражающих картину состояния экономики США, потому что 30 компаний, отобранных из различных секторов экономики, наиболее полно и реально отражают состояние жизненных сил этой страны.

ИЗМЕНЕНИЕ ЛОКАЛЬНЫХ ИНДЕКСОВ ЦЕН НА ФОНДОВЫХ РЫНКАХ РАЗВИВАЮЩИХСЯ СТРАН[1]

в млн. долл. США на конец периода

Страны		1989	1995	1997	1998
Латинская Америка					
Аргентина	Bolsa Indice General (1977=0.0001)	717,2	16237,8	23072,0	17409,0
Бразилия	IBOVESPA (1968=0,000000001)	0,006	4299,0	10198,0	6784,0
Чили	IGPA (январь 1980=100)	757,6	5740,2	4794,4	3594,8
Мексика	BMV General (октябрь 1978=0,7816)	418,9	2778,5	5229,3	3959,7
Перу	IGBVL (декабрь 1991=100)	0,336	1243,4	1792,7	1335,9
Азия					
Китай	Shanghai S.E. Comp.(19 дек.1990=100)	-	555,6	1194,1	1146,7
Индия	BSE 200 Index (1989-90=100)	839,9	313,7	354,4	314,0
Ю. Корея	KSE Composite (январь 1980=100)	909,7	882,9	376,3	562,5
Пакистан	KSE 100 Index (1 ноября 1991 = 1000)	277,3	1497,8	1753,8	945,2
Тайбэй (Китай)	TSE Average (1998=100)	9824,2	5173,7	8187,3	6418,4
Европа					
Греция	ASE General (1980=100)	459,4	914,1	1479,6	2737,5
Венгрия	Венгрия BSE BUX (2 января 1992 = 1000)	-	1526,9	7999,1	8307,7
Польша	WIG All Share Perf (апрель 1991 = 1000)	-	7585,9	14868,0	12795,8
Россия	ASP General 100 (20 июня 1994 = 100)	-	-	1772,2	1032,8
Турция	National-100 (январь 1986 = 1)	22,2	400,2	3451,0	2597,9
Африка					
Египет	EFG (2 января 1993 = 1000)	-	3289,6	5385,7	4003,8
Израиль	Tel Aviv 100 (декабрь 1991 = 100)	-	186,7	291,0	299,9
Саудовская Аравия	NCFEL (февраль 1985 = 100)	-	136,8	195,8	141,3
ЮАР	JSE Overall (январь 1980 = 100)	2976,0	6228,0	6202,3	5430,5
Зимбабве	ZSE Industrial (31 декабря 1986 = 100)	869,1	3972,6	7196,4	6408,4

Транспортный индекс Доу-Джонса (Dow-Jones Transportation Average) - средний показатель движения курсов акций 20 транспортных - автодорожных, железнодорожных и авиационных компаний.

Коммунальный индекс Доу-Джонса (Dow-Jones Utility Average) - средний показатель рыночной цены акций 15 компаний - производителей газа и электроэнергии.

Совокупный индекс Доу-Джонса (Dow-Jones 65 Composite

[1] Составлено по материалам Emerging Stock Market. Factbook 1999. 13th Edition. International Finance Corporation. Washington, D.C. 20433. U.S.A.

Average) или, как его еще называют, "Индекс-65" - рассчитывается на основе показателей вышеперечисленных трех групп индексов.

Совокупный индекс, а также отраслевые индексы акций Доу-Джонса в отдельности могут быть весьма полезны инвесторам. Во-первых, эти индексы прослеживают долговременные взлеты и падения экономики или укрупненных ее секторов, информируют о ситуации на бирже, помогают принять решения о времени покупки и продажи акций. Во-вторых, если какая-либо отдельная акция инвестора не поднималась в цене соответственно Доу-Джонсу, ее владелец вправе сомневаться в надежности такой ценной бумаги. Из-за того, что ставки при купле-продаже ценных бумаг на биржах и на внебиржевых рынках очень высоки, инвесторы и профессионалы стремятся знать все повышения и понижения индексов за последние день, неделю, месяц, год, десять лет. Целью этих расчетов является предвидение будущей активности акций, основанное на их истории.

Учитывая, что акции компаний, входящих в список для исчисления индекса Доу-Джонса, продают и покупают во всем мире, на разных биржах, индекс Доу-Джонса рассчитывается и применительно к разным странам. В связи с тем, что цены на акции указанных компаний в разных странах отличаются, будут различными и показатели величины индексов (см. Dow-Jones World Stock Index). Поэтому "американский" индекс Доу-Джонса иногда значительно отличается от мирового индекса Доу-Джонса, а также от его значений в других странах.

Определение времени покупки и времени продажи ценных бумаг (тайминг) является для профессионалов решающим фактором в вопросе о том, как сделать деньги на фондовой бирже. Оно базируется на изменениях, анализе и исследовании биржевых индикаторов. Индекс Доу-Джонса, несмотря на свою уникальность и известность, базируется только на акциях нескольких корпораций. Между тем в последнее время возникла настоятельная необходимость расчета и других индексов, формирующихся на более обширной базе. Газета "The Wall Street Journal" предоставляет инвесторам информацию по значительному числу основных индексов, расчитываемых различными биржами и организациями за предыдущие день, месяц или другой более длительный период.

✓ **Индекс "Стэндард энд Пурз" (The Standard and Poor's)**

Этот индекс рассчитывается и публикуется компанией "Стэндард энд Пурз" в двух вариантах - по акциям 500 компаний и по акциям 100 компаний.

Индекс *The Standard and Poor's 500 (S&P 500)* широко используется как индикатор биржевых текущих тенденций. Он был первым, введенным в 1957 году индексом, объединившим в себе обширную базу из курсов 500 акций. Так же, как и совокупный индекс Доу-Джонса, "Стэндард энд Пурз" распадается на мелкие сегменты по отраслям промышленности, которые публикуются автономно. Это 400 промышленных компаний, 20 транспортных, 40 финансовых и 40 коммунальных компаний. В основном это компании, зарегистрированные на Нью-Йоркской фондовой бирже (80% рыночной стоимости всех выпусков акций, котируемых на NYSE), в небольшой части на Американской фондовой бирже и внебиржевом рынке. В сравнении с Доу-Джонсом "Стэндард энд Пурз"-500 считается более точным и одновременно сложным индексом, поскольку в нем представлены акции большего числа компаний, причем акции каждой компании взвешены на величину стоимости всех акций, находящихся на руках владельцев.

Индекс *The Standard and Poor's 100 (S&P 100)* рассчитывается так же, как и "Стэндард энд Пурз"-500, однако состоит из акций компаний, по которым существуют зарегистрированные опционы на Чикагской бирже опционов. Большинство этих компаний также котируют свои акции на Нью-Йоркской фондовой бирже. Опционы по индексу "Стэндард энд Пурз"-100 котируются на Чикагской торговой бирже, а фьючерсы - на Чикагской товарной бирже.

✓ **Совокупный индекс Нью-Йоркской фондовой биржи (The NYSE Composite Index)**

Этот индекс включает в себя все акции, которые продаются на Нью-Йоркской фондовой бирже. Индекс представляет собой средневзвешенный показатель движения курсовой стоимости этих акций. То есть, по сути, этот показатель представляет собой среднюю цену на акции по всем компаниям Нью-Йоркской фондовой биржи, взвешенную по рыночной стоимости акций каждой компании с корректировками по факторам дробления акций, слияния и поглощения. Этот индекс выражается в долларах. Он также сегментируется по видам отраслей - промышленный, транспортный, коммунальный. Кроме того, особой популярностью пользуется индекс телефонных компаний.

По индексу NYSE могут осуществляться операции с опционами. Они проводятся на самой Нью-Йоркской фондовой бирже. Операции с фьючерсами и опционами по фьючерсам осуществляются на Нью-Йоркской бирже фьючерсов, являющейся филиалом Нью-

Йоркской фондовой биржи.

✓ **Рыночный стоимостной индекс Американской фондовой биржи (AMEX Market Value Index)**

Он измеряет и характеризует деятельность свыше 100 компаний, котирующих на Американской фондовой бирже свои акции.

✓ **Совокупный индекс национальной торговой системы NASDAQ (The NASDAQ National Market System Composite Index)**

Этот индекс исчисляется по акциям компаний, которыми торгуют на внебиржевом рынке. Индекс NASDAQ установлен для системы автоматической котировки Национальной ассоциации биржевых дилеров. Он исчисляется на основании стоимости акций 3500 компаний. Этот индекс является показателем, взвешенным по рыночной стоимости его составляющих. Впервые он был рассчитан в феврале 1971 г. и равнялся в тот период 100. С 1984 года NASDAQ публикует также отраслевые индексы по акциям промышленных, транспортных, финансовых, страховых компаний, банков и т.д.

✓ **Индекс "Уилшир-5000" (Wilshire 5000)**

Индекс исчисляется компанией "Уилшир ассошиейтс" и является самым представительным из публикуемых в системе американского рынка ценных бумаг. Он является взвешенным по рыночной стоимости всех акций, входящих в его состав компонентов, и отражает стоимость акций всех компаний, котируемых на Нью-Йоркской, Американской фондовых биржах, а также находящихся во внебиржевом обороте - всего около 5000 компаний. Индекс Уилшир-5000 исчисляется в миллиардах долларов начиная с 31 декабря 1980 года. Операции с опционами и фьючерсами по этому индексу не осуществляются.

✓ **Сводный фондовый индекс Республиканской фондовой биржи "Тошкент" - Tashkent Aggregate Stock Exchange - Index ("TASIX" - "Тасикс")**

В начале 2000 года РФБ "Тошкент" разработала, утвердила и согласовала с Центром по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг Положение о Сводном фондовом индексе РФБ "Тошкент", который определяется на основе цен сделок с корпоративными ценными бумагами в секциях листинговых, предлистинговых, внелистинговых, а также секции первичного размещения акций приватизируемых предприятий, являясь интегральным индексом, характеризующим состояние фондового рынка. Расчет "Тасикса" производится по итогам торговой сессии (дня), а может также производиться за неделю, месяц, квартал и год для аналитических целей. Для его определения используются средневзве-

шенные цены сделок текущего торгового дня с акциями, входящими в официальный отчет по торговой сессии, зафиксированными в торговой системе биржи на момент расчета индекса. "Тасикс" рассчитывается по следующей формуле:

$$Iftse = (Pi / Pb) * k, \quad \text{где}$$

Iftse - сводный фондовый индекс РФБ "Тошкент";

Pi - средневзвешенная цена акций всех видов по всем сделкам на момент расчета индекса;

Pb - средневзвешенная цена акций всех видов по всем сделкам на расчетную базу индекса;

k - корректирующий коэффициент, указывающий на количество пунктов размерности индекса.

Средневзвешенная цена акции определяется по формуле:

$$P = \frac{\sum_{i=1}^{N} P_i q_i}{\sum_{i=1}^{N} q_i}, \quad \text{где}$$

P_i - цена i-ой сделки с акцией данного вида в сумах;

q_i - объем i-ой сделки в штуках с акцией данного вида;

N - количество сделок с начала торгового дня до момента расчета индекса.

Средневзвешенная цена акции всех видов по всем сделкам на расчетную базу индекса - Pb рассчитывается, исходя из объема и количества акций и цен сделок по данным акциям на торговой сессии 31 декабря 1999 года и принимается равным 708,5 сума. Корректирующий коэффициент, указывающий на количество пунктов размерности, принимается для удобства расчетов равным 100 пунктам. Тасикс определяется по итогам торгового дня по всем сделкам с акциями, входящими в базу расчета индекса. Официальным Сводным индексом РФБ "Тошкент" является значение индекса, определенное на момент окончания торгового дня.

Решение о формировании и изменении расчетной базы индекса принимается Правлением РФБ "Тошкент" при включении нового эмитента в биржевой официальный список. В базу расчета индекса могут быть внесены только простые и привилегированные акции. Изменение базы расчета индекса может производиться при изменении методологии расчета индекса или при включении в биржевой официальный список ценных бумаг крупного эмитента. Информация о всех изменениях "Тасикса" отражается на информационных терминалах биржевой информационной системы и доводится до заинтересованных лиц.

ГЛАВА 55. РЕЙТИНГИ ЦЕННЫХ БУМАГ

Под рейтингом ценных бумаг (security rating) понимают устанавливаемый независимыми организациями уровень сопоставимой оценки, характеризующий качество ценных бумаг. Обычно ценные бумаги наиболее высокого качества обозначаются символом A, менее высокого - символом B (среднего качества), и наиболее низкое качество обозначается символами C и D. Первые рейтинги ценных бумаг были опубликованы в 1909 году американцем Джоном Муди, исследовавшим в то время потенциальные возможности инвестиций в ценные бумаги, именем которого впоследствии была названа одна из известнейших рейтинговых компаний "Moody`s Investors Services, Inc.". В настоящее время Комиссия по ценным бумагам и фондовым биржам США признает четыре рейтинговые компании, а именно: "Moody`s Investors Services", "Standard & Poor`s Corporation", "Fitch Publishing Company" и "Duff & Phelps". Все четыре компании специализируются на рейтингах облигаций, а "Standard & Poor`s Corporation", кроме того, осуществляет и рейтинги акций. Следует отметить, что работа по присвоению рейтингов вызывает, естественно, негативную реакцию со стороны значительного числа компаний, чей рейтинг невысок.

✓ **Значение рейтингов**

Многие инвесторы используют рейтинги при формировании своих портфелей ценных бумаг. К рейтингам обращаются даже крупные консалтинговые организации, имеющие свой штат аналитиков, для того, чтобы сопоставить полученные у себя результаты с рейтинговыми оценками и проверить таким образом правильность своих собственных выводов в отношении той или иной компании. Брокеры-дилеры используют рейтинги при осуществлении инвестиций, а также в процессе консультирования своих клиентов. Комиссия по ценным бумагам и фондовым биржам США использует рейтинги нескольких ранее перечисленных агентств для оценки облигационных активов брокеров-дилеров. Несмотря на то, что справочники рейтингов имеют очень высокую цену, информация о них все же становится достоянием широкой общественности.

В то же время нельзя переоценивать значение рейтингов. Несмотря на то, что они плотно вошли в жизнь участников рынка ценных бумаг, рейтинги основываются на субъективных оценках, и их значения могут рассматриваться как величины вероятные, но не как абсолютные. Их нельзя расценивать как рекомендации к покупке тех или иных ценных бумаг. При их определении, как правило, не учитываются курсы. Ввиду того, что рейтинговые компании присваива-

ют рейтинги огромному количеству эмитентов ценных бумаг, существует мнение, что этот огромный массив не может быть качественно проработан. Например, компания "Moody`s" присваивает рейтинги более 5000 наименованиям ценных бумаг, "Standard & Poor`s" - более 2000, "Duff & Phelps" - 1287.[1] Следует также отметить и то, что в основе рейтингов лежат преимущественно статистические факторы, которые оценивают положение эмитента в прошлом. Известно, например, что ряд весьма солидных и прибыльных в прошлом компаний имеют сегодня не очень стабильное положение. И, наоборот, самые перспективные сегодня отрасли имеют неопределенное происхождение.

В процессе работы по присвоению рейтингов ценным бумагам рейтинговые компании используют традиционные материалы: годовые и квартальные отчеты эмитентов, сведения, имеющиеся в органах управления рынком ценных бумаг, а также некоторые только им известные источники, получаемые иногда по конфиденциальным каналам. Мнение большинства рейтинговых фирм о том, что рейтинги, рассчитанные по стандартным формулам, не могут быть правильными, дает основание считать, что рейтинги не являются оценками, получаемыми чисто механическим способом. При их определении принимаются во внимание долгосрочные отраслевые тенденции, изучается финансовая практика и политика эмитента, амплитуда циклических колебаний отрасли, учитываются также наличие лицензий и патентов, содержание договоров между эмитентами и инвесторами. При определении рейтингов ценных бумаг чаще всего используются такие показатели, как текущие доходы компании и доходы прошлых лет, различные финансовые коэффициенты, перспективы рентабельности компании, известность самой компании и производимой ею продукции, особенности отрасли, статистика ее доходов, тенденции в области сбыта продукции.

Значимость рейтингов ценных бумаг состоит также и в том, что они дают возможность неопытному инвестору сориентироваться на начальном этапе вложения денег в ценные бумаги. Рейтинги позволяют инвесторам без серьезных аналитических исследований финансовой отчетности эмитента определяться в выборе. Если у компании неплохой рейтинг, то инвестор обычно считает свои вложения достаточно надежными, поскольку доверяет общеизвестным компаниям, установившим данный рейтинг.

Рейтинг - это не только индикатор способности эмитента выплатить займ. Рейтинг платежеспособности влияет на вход по новому курсу облигаций. Чем выше рейтинг облигации, тем ниже диви-

[1] Ричард Дж. Тьюлз и др. Фондовый рынок. - М.: Инфра, 1997. - С. 618.

денды. Эмитентам облигаций с высоким рейтингом не требуется предлагать слишком высокие проценты, так как их платежеспособность сама по себе привлекает инвесторов. Эмитентам же облигаций с низким рейтингом приходится выплачивать проценты выше среднего уровня.

Подавляющее большинство компаний мира внимательнейшим образом отслеживают рейтинг своих ценных бумаг.

✓ **Рейтинги облигаций**

В практике стран с развитым фондовым рынком рейтинги облигаций являются наиболее распространенными и популярными по сравнению с рейтингами других видов ценных бумаг. При определении рейтингов облигаций учитывается несколько основополагающих факторов, самыми главными из которых являются рентабельность, стоимость активов, гарантии дохода и его постоянство. Существенное значение при этом могут также иметь качество менеджмента и перспективы развития предприятия.

Код "MOODY'S"	Код "Standard & Poor's"	Рейтинг
Aaa	AAA	Облигации наилучшего качества с наименьшим коэффициентом инвестиционного риска. Очень стабильный и надежный эмитент
Aa	AA	Облигации высокого качества по всем показателям. Коэффициент долгосрочного инвестиционного риска немного выше, чем у AAA
A	A	Облигации с благоприятными инвестиционными свойствами, риск ниже среднего
Baa	BBB	Облигации со средним коэффициентом риска. Эти бумаги на данный момент отвечают необходимым требованиям, но в долгосрочном аспекте могут оказаться ненадежными
Ba	BB	Облигации, обладающие некоторым спекулятивным потенциалом. Средние возможности погашения. Вложение недостаточно защищено
B	B	Не может рассматриваться как желаемое вложение. Низкие перспективы погашения в долговременном плане
Caa	CCC	Облигации, котирующиеся достаточно низко. Эмитент или не выполняет обязательств, или близок к этому состоянию
Ca	CC	Облигации высокого спекулятивного потенциала, но обязательства по ним часто не выполняются
C	C	Облигации самого низкого рейтинга. Фактически отсутствуют перспективы выплат
	D	Обязательства не выполняются вообще

✓ **Рейтинги акций**

Рейтингом акций занимается небольшое число компаний. Одна из них - "Standard & Poor's Corporation". Некоторые экономисты считают, что невозможно определить рейтинг акций, так как доход по этим ценным бумагам неустойчив и зависит от решения общего собрания акционеров и ничем не гарантирован. Рейтинги акций компанией "Standard & Poor's" определяются на основе специальной формулы, которая позволяет оценить инвестиционные качества на основе двух факторов - прибыли компании и размеров дивидендов. "Standard & Poor's" при определении рейтинга акций не использует традиционные критерии, применяемые при оценке облигаций, - такие, как финансовое положение эмитента, структура капитала, резервы, и т.п. Компания считает, что все подобные факторы, обусловливающие то или иное качество акций, в конечном итоге находят свое отражение в показателях чистой прибыли компании в расчете на одну акцию и размере дивидендов.

Прибыль компании, как правило, берется за последние восемь лет. Главным показателем считается ее стабильность. Если прибыль компании на одну акцию была в данном году большей, чем в предыдущем, или равной ей, то при расчете рейтинга компании прибавляется один балл. Если же прибыль на одну акцию по сравнению с предыдущем годом сократилась, балл отнимается. Средний за восемь лет балл принимается за основной индекс прибыли. Этот индекс стабильности затем умножается на индекс роста, который определяется извлечением квадратного корня из разницы (в процентном выражении) между прибылью компании в базовые 1946 - 1949 годы и ее прибылью за последние три года. Кроме того, развитие компании сравнивается с развитием экономики в целом, в результате чего удается выяснить, насколько сильно компания подвержена циклическим колебаниям.

Вторым слагаемым формулы является дивидендная стабильность. Она определяется на основе размеров дивидендов за последние 20 лет, причем вес показателей дивидендов по мере приближения к настоящему времени увеличивается. Полученный результат, так же, как и показатель стабильности прибыли, умножается на фактор роста. В конечном итоге два этих фактора - прибыль и дивиденды - воплощаются в единый числовой рейтинг акций.

РЕЙТИНГИ АКЦИЙ

Код	Качество
A+	- высший инвестиционный уровень
A	- хороший инвестиционный уровень
A-	- инвестиционный уровень выше среднего
B+	- средний инвестиционный уровень

B - инвестиционный уровень ниже среднего
B- - низкий инвестиционный уровень
C - самый низкий инвестиционный уровень

Неофициально акции на американских биржах делятся на четыре класса. Самый главный - это blue chips (голубые фишки) - старшее поколение акций. К ним относятся ценные бумаги элиты американской промышленности. Второй класс - акции добротных, хорошо функционирующих компаний, которые пользуются несколько меньшим авторитетом у инвесторов, по сравнению с "голубыми фишками". "Растущие акции" (grow shares) выпускаются молодыми компаниями с большим потенциалом для роста, по которым, однако, у инвесторов нет твердой уверенности в успехе. И последний класс - "копеечные акции" - акции компаний, находящихся в упадке. Они не представляют никакой ценности, кроме возможности для спекуляций.

ГЛАВА 56. ИНФОРМИРОВАНИЕ УЧАСТНИКОВ ФОНДОВОГО РЫНКА

✓ Информирование участников фондового рынка в США

В странах с развитой экономикой большое внимание уделяется информированию общественности о ситуации на рынке ценных бумаг. Ежедневно на страницах прессы выходит огромное количество статей, сообщений, объявлений и других публикаций, оказывающих влияние на инвесторов и профессиональных участников рынка. Однако имеются и специальные издания, которые полностью посвящены фондовому рынку и служат необходимым атрибутом рынка, без которого практически всем участникам было бы просто невозможно осуществлять операции с ценными бумагами. Такими изданиями, как уже упоминалось, являются американская газета "The Wall Street Jornal" и английская "Finansial Times".

Для того, чтобы правильно ориентироваться в информации о рынке ценных бумаг, необходимо уметь правильно читать специальные таблицы, публикуемые в этих изданиях.

Рассмотрим информацию о торговле акциями на Нью-Йоркской фондовой бирже по состоянию на пятницу, 5 февраля 1999 года "The Wall Street Jornal":

NEW YORK STOCK EXCANGE TRANSACTIONS

Friday , February 5, 1999

	52 week High	52 week Low	Stock	Div	Yld %		PE	Vols 100s	Hi	Lo	Net Close	Net Chg.
n	26	24 1/4	AmEspress	1.75	6.9	...	1973	25 3/8	25 1/4	25 5/16		...
s	62 7/16	40 1/4	GenDunam	88	1.5	21	2577	60 3/16	58 13/16	59 3/8	-	5/16
	31 3/16	16 7/16	GenCorp	.60	3.0	10	7850	21 3/16	19 3/4	20	-	1
	93 7/8	47 1/16	GenMotor	2.0	2.3	21	33695	86 5/8	85	85 15/16	-	1 1/8

Прежде всего необходимо знать, что цены на акции выражаются

в долях доллара, то есть 8½ равна $8,50; 8¼ равна $8,25. Доля $^1/_8$ равна 12,5 цента.

52 week (High Low). Наиболее высокая и наиболее низкая цены за последние 52 недели. Акции, достигшие новой высшей или низшей цены за год, отмечены стрелкой на левом поле страницы. Эти цифры показывают изменение цен на акцию - индикатор возможностей прибыли и риска убытков. Разница между верхней и нижней ценой, выраженная в процентах, гораздо важнее, чем в деньгах. Колебание в 6 долларов для 12 долларовой акции означает большую неустойчивость, чем колебание в те же 6 долларов для 36 долларовой акции.

Stock. Названия компаний даются в сокращенном виде, в алфавитном порядке. После названия приведен символ, используемый для тикера. Большинство тикерных обозначений связано с названием компании, например, C для компании "Chrysler", DHR - для компании "Danaher". Символы Pf и Pr обозначают привилегированные акции.

Yld (Div). Дивиденд на акцию, выраженный в долларах. Эта цифра получена в результате оценки предполагаемого годового дивиденда на акцию. Годовой дивиденд компании "Дженерал Моторз" оценивается в $2.0 на акцию. Если инвестор имеет 100 таких акций, то он может получить $200 ежегодно или возможно $25 ежеквартально. Иногда в колонке дивидендов стоит пробел - это означает, что компания не выплачивает дивиденды.

Yld (%). Доход в виде процентов на вложенный капитал выражает текущую ценность акций и сообщает, какой дивиденд получит инвестор. В таблице он специально просчитан, хотя его можно рассчитать самостоятельно, разделив дивиденд на цену закрытия (предпоследняя колонка). Например, по компании "General Corporation" $ 0,6 : 20 = 3,0 %. Если дивиденды не указаны, то есть их нет, то доход, вложенный в капитал, не может быть просчитан.

PE. Отношение цены к годовому доходу корпорации. Для многих компаний в таблице доходы не указываются, самостоятельно же рассчитать PE невозможно.

Отношение PE является одним из важнейших показателей, выражающих зависимость цены акции от доходов, получаемых компанией. Он необходим для выяснения относительной ценности акции (не по цене продажи, а по доходу, приносимому компанией)."Совершенного" отношения PE не существует. По некоторым нисходящим акциям может выплачиваться сравнительно низкий дивиденд, а по доходным акциям - высокий дивиденд, а отношение PE может находиться на одном уровне в обоих случаях.

Vol. 100s. Объем продаж в сотнях акций. Цифры в этой колонке

умножаются на 100. В нашем примере было продано 197300 акций American Express, 257700 акций General Dynamics, 785000 акций General Corporation и 3369500 акций компании General Motors. Подчеркнуты строки, где указаны нетипичные объемы продаж (особенно много или мало для этих акций). Иногда перед цифрой в этой колонке стоит буква Z - это означает, что на 100 умножать не нужно. Буква "n" в крайней левой колонке указывает на то, что это - новые акции (то есть выпущенные за последние 52 недели). Это может относиться и к новой компании, и к новой эмисии акций. Буква "s" в этой же колонке обозначает происшедшее недавно дробление акций. Однако в таблице не указывается, в каком соотношении акции дробились.

High Low Close. Высшая цена, низшая цена и цена закрытия за последний день работы биржи. Эти показатели говорят о том, в каких пределах цена колебалась за день. В нашем примере довольно значительные колебания наблюдались по акциям компании General Corporation. Так, высшая цена акции этой компании 5 февраля 1999 г. была $\$21^{3}/_{16}$, низшая - $\$19^{3}/_{4}$, а цена закрытия - $20.

Net Chg. Чистое изменение. Изменение цен в период между закрытием за прошлый день и на следующий после этой даты день. Минус (-) показывает, что сегодняшняя цена закрытия меньше вчерашней, а плюс (+) - выше вчерашней. Например, цена закрытия 5 февраля 1999 г. по компании "General Corporation" была $20 - это означает, что в четверг, 4 февраля, цена закрытия была на $1 больше и составляла $21. Акции, у которых чистое изменение составляет 5% и выше, выделяются жирным шрифтом. Аналогичная таблица показателей торговли публикуется в "The Wall Street Journal" и по результатам ежедневных торгов NASDAQ.

Большую роль в работе профессиональных участников рынка ценных бумаг и, в частности, брокеров играет так называемый ***тикер - автоматический аппарат, печатающий последние биржевые новости***. Около века лента тикера являлась библией для брокера. Впервые она появилась в 1867 году, и за ее пользование взималось 6 долларов в неделю. Лента шириной в один дюйм, постоянно выдаваемая телеграфом, извещала о последних ценах и объемах биржевых операций. Бегущая строка перешла с ленты на экраны мониторов.

Сегодня телетайпных лент уже нет, хотя в 20-е годы тикер выдавал ленту длиной от четверти до трети мили. Сегодня под словом "лента" подразумевают быстро движущуюся информационную полосу на телевизионном или компьютерном экране. Эта полоса несет в себе информацию о текущих ценах на акции по состоянию на данную минуту. Информация с тикера в первую очередь поступает в

брокерские фирмы, а после 15-минутной задержки появляется на большом экране в брокерском офисе или на экранах телевизоров.

Таким образом, в настоящее время брокеры на своем рабочем месте имеют компьютерную котировочную машину, которая соединяет их не только с постоянно изменяющимся миром финансовых рынков, но и фундаментальными аналитическими исследованиями.

На бегущей строке есть два ряда информации: верхний и нижний. В верхнем ряду - биржевые обозначения компаний. В США существует несколько пособий по расшифровке биржевых символов и кодов.

GM	DPT&N	Last	TX	BP	DNR
$6^{7}/_{16}$	35s	$6^{3}/_{4}$	420 000s5	$6.^{7}/_{8}$	$35\ ^{3}/_{8}$

Только 22 компаниям принадлежит престижное право называться одной буквой алфавита.

A - Attwoods	B - Barnes Group	C - Chrysler
D - Dominion Resources	E - Transco Energy	F - Ford
G - Gillette	H - Harcourt General	I - Firsr Interstate
J - Jackpot Enterprises	K - Kellogg	N - Inco Ltd
P - Phillips Petroleum	R - Ryder Systems	S - Sears
T - AT & T	U - US Air	V - Vivra
W - Westvaco	X - USX	Y - Alleghany
Z - Woolworth		

Остальным компаниям присваивается код из двух или трех букв, например, TX - Texaco; BP - British Petroleum; HRS - Harris Corporation. Буквы O и Q не используются, так как первая похожа на цифру, а второй обозначают обанкротившиеся компании. Иногда за символом компании стоят знак & и буква, означающая, где была совершена сделка. Например, DTP&N означает, что акции Datapoint были проданы по NASDAQ (компьютеризированная система котировки ценных бумаг США под эгидой Национальной ассоциации дилеров - NASD). Слово Last означает, что акции компании после этой сделки не продавались.

Иногда символ компании сопровождается аббревиатурой pr., pf., что указывает на привилегированные акции. К обозначению pr. в ряде случаев добавляется буква, относящая ценную бумагу к какому-либо типу привилегированных акций. Например, AmExpress prA - означает привеилегированные акции типа A - American Express.

Нижний ряд обозначает цену за одну акцию и количество акций в каждой транзакции. Когда после символа компании появляется только цена, это означает, что было продано 100 акций. Некоторые цифры могут быть пропущены. Данная информация рассчитана на профессионалов, которые хорошо знакомы с масштабом цен. Если

акции GM продаются от $40 до $50 за штуку, то это значит, что сто акций, указанных в примере, проданы за $46^{7}/_{16}$, а не за $6^{7}/_{16}$.

Когда перед ценой стоит буква s, число проданных акций должно быть умножено на 100. В примере 3500 привилегированных акций DPT были проданы по $ $6^{3}/_{8}$ за штуку. Если перед s стоит цифра больше 10000, то это число не надо умножать на 100. В нашем примере компания Texaco (TX) продала 420000 акций по цене $35 за штуку. Продажа более 10000 акций называется продажей крупными партиями.

Экран компьютера

Boeing			
L 32.$^{1}/_{4}$	O 32.$^{1}/_{4}$	C 33	
B 32.$^{3}/_{8}$	H 32.$^{1}/_{2}$	NC - $^{3}/_{4}$	
A 32.$^{1}/_{2}$	L 32.$^{1}/_{4}$	V 149	T 10.7

На данном экране брокеры-дилеры могут увидеть информацию по отдельным акциям. В нашем примере это фирма Boeing.

В первой колонке L - означает последнюю сделку и была ли цена этой сделки выше предыдущей (+) или ниже (-). B - означает цену спроса (цену, предлагаемую покупателем). A - означает цену предложения (предлагаемую продавцом).

Во второй колонке O, H, L - цена открытия торгов, высшая цена и низшая цена.

В третьей колонке C - означает вчерашнюю цену закрытия торгов. NC - изменение цены по сравнению с ценой к закрытию предыдущего дня (в нашем случае падение на ¾). V и T - объем и время последней сделки.

Брокеры-дилеры могут также получить информацию о выплате дивидендов, самой высокой и низкой ценах за год, нажимая соответствующие клавиши на клавиатуре компьютера.

✓ Информирование участников рынка ценных бумаг в Узбекистане

Процесс информирования участников рынка ценных бумаг в Узбекистане осуществляется по нескольким каналам. В первую очередь это газеты и журналы общей социально-политической и экономической направленности, в которых постоянно имеет место информация, связанная с фондовым рынком.

В частности, это журналы "Экономическое обозрение", "Рынок деньги и кредит", газеты "Бизнес-вестник Востока", а также "Частная собственность" и "Мулкдор". Информация о ценных бумагах в этих изданиях сконцентрирована в соответствующих рубриках, нерегулярна и носит, как правило, популярный характер. Несмотря на свою эпизодичность, данная информация является весьма важной,

поскольку публикуется в известных изданиях, выходящих достаточно крупными тиражами, доходящими до широких слоев населения. Другим важным каналом являются специфические издания, полностью посвященные вопросам финансового и фондового рынков. К ним относятся информационные бюллетени "Обзор финансового рынка Узбекистана" и "Рынок ценных бумаг", выпускаемые с июля 1996 года. Эти издания предназначены как для профессионалов, так и для всех участников рынка ценных бумаг, в том числе и населения.

В журнале "Обзор финансового рынка Узбекистана", выходящем поквартально, анализируется ситуация на всех сегментах отечественного финансового рынка: денежного, кредитного, валютного, фондового, а также дается характеристика составляющим последнего. Анализ производится как правило в сопоставлении с характеристикой (изменениями) макроэкономической ситуации соответствующего периода. Вышеупомянутый журнал носит академический характер и предназначен больше для ученых, аспирантов, студентов, руководителей предприятий и организаций, иностранных инвесторов и т.п.

Информационный бюллетень Центра по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг и Агентства "Конкурентинформ"

Итоги торгов ГКО на Республиканской валютной бирже за май 2000 года

Дата торгов	Номер	Объем (шт.)	Объем (сумм)	Цена средневзвешенная	Дней до погашения	Доходность к погашению (в % годовых) Простая	Сложная
01.05.2000	22042 UMFS	1 14487	1095 73629,00	95,70	120	12,81%	13,35%
01.05.2000	22044 UMFS	34771	32 831614,10	94,71	156	13,07%	13,56%
02.05.2000	22042 UMFS	184313	1765 16560,10	95,77	127	12,69%	13,23%
04.05.2000	22040 UMFS	3200	3 120000,00	97,70	76	10,90%	11,30%
04.05.2000	22041 UMFS	51500	49 970720,00	96,85	97	12,24%	12,80%
08.05.2000	22044 UMFS	1100	1 137021,00	94,91	149	13,14%	13,65%
11.05.2000	22040 UMFS	76529	7416 63900,00	97,96	69	11,02%	11,52%
11.05.2000	22041 UMFS	82204	79 943500,00	97,25	90	11,47%	11,97%
11.05.2000	22042 UMFS	233481	22 43752 41,00	96,10	110	12,55%	13,09%
11.05.2000	22043 UMFS	12870	12 298050,00	95,50	132	13,03%	13,58%
11.05.2000	22045 UMFS	52571	49 180170,50	93,55	181	13,90%	14,39%
12.05.2000	22040 UMFS	33337	3266 3592,60	97,98	68	11,07%	11,58%
15.05.2000	22042 UMFS	65326	62 063200,00	96,23	114	12,54%	13,09%
16.05.2000	22041 UMFS	380000	370 196000,00	97,42	85	11,37%	11,88%
16.05.2000	22042 UMFS	25856	24714424,00	96,33	113	12,31%	12,84%
18.05.2000	22045 UMFS	400000	37 5040000,00	93,76	176	13,80%	14,30%
18.05.2000	22038 UMFS	401400	399 754200,00	99,59	20	7,51%	7,79%
18.05.2000	22042 UMFS	15040	14 [illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
18.05.2000	22044 UMFS	100000	9 494000,00	94,94	139	14,00%	14,61%

Важное значение в информировании участников рынка ценных бумаг Узбекистана играет ежемесячный информационный бюллетень "Рынок ценных бумаг". Наряду с авторскими статьями ведущих

в области фондового рынка специалистов, в этом издании по итогам каждого месяца анализируется состояние рынка государственных ценных бумаг. В соответствующей рубрике инвесторам и дилерам предлагается обзор первичного и вторичного рынков государственных краткосрочных облигаций, динамика основных показателей месячных аукционов, динамика агрегированной доходности на вторичном рынке, объемов торгов, структуры рынка по видам облигаций, структура спроса, размещения ГКО на аукционах и т.д.

Для удобства восприятия информация выдается в таблицах, графиках, диаграммах, гистограммах.

Обзор финансового рынка Узбекистана *2000 г. (№2)*

Итоги торгов на РФБ "Тошкент" за май 2000 года

Дата	Эмитент	Регион	Количество сделок (шт.)	Номинал сделок (сум.)	Цена продажи (сум.)	Цена покупки (сум.)	№ ВК прод.	№ ВК покуп.
1	2	3	4	5	7	8	9	10
02.05.2000	Шаш Али	Кашк. обл.	585	3485	3485	3150	298	299
02.05.2000	[illegible]	Кашк. обл.	1000	1000	1000	1050	298	306
02.05.2000	[illegible]	Нам. обл.	50	1000	1200	1050	298	305
02.05.2000	[illegible]	Нам. обл.	720	1000	1050	1050	298	278
02.05.2000	Тарқалда	Кашк. обл.	240	1000	1050	1050	298	303
02.05.2000	УзБ [illegible] почты и телеком	OZBEKISTON POCHTASI	г. Ташкент	1100	1000	1100	1050	298
02.05.2000	[illegible]	[illegible]	г. Ташкент	1040	1000	1100	1050	298

В рамках рубрики "Рынок корпоративных ценных бумаг" анализируется биржевой и внебиржевой рынок акций, представленный итогами торгов на РФБ "Тошкент", а также по ЭСВТ "Элсис-Савдо". В этой же рубрике представлены месячные колебания сводного индекса РФБ "Тошкент" и рейтинг инвестиционных посредников.

РЫНОК КОРПОРАТИВНЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ

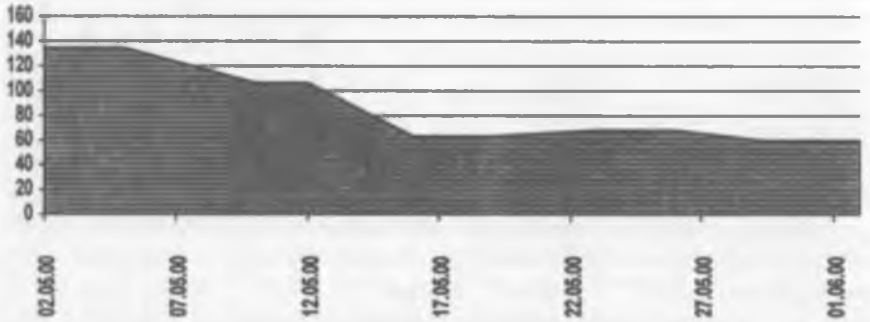
Итоги торгов по ЭСВТ "Элсис-Савдо" в мае 2000 года

Дата	Эмитент	Регион	Количество сделок (шт.)	Номинал сделок (сум.)	Цена продажи (сум.)	Цена покупки (сум.)	Комиссия
1	2	3	4	5	7	8	9
[illegible]							
[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]

Участники рынка ценных бумаг могут найти также много другой полезной и интересной информации о фондовом рынке Узбекистана, например, ответы на вопросы акционеров, списки отдельных видов инвестиционных институтов с адресами и телефонами и номерами лицензий, списки инвестиционных институтов, лицензии которых в прошедшем месяце были приостановлены и аннулированы, полный текст принятых законодательных актов или зарегистрированных органами юстиции нормативных подзаконных документов, астрологические прогнозы для участников рынка ценных бумаг, а также кроссворды от "Консаудитинформ".

Информационный бюллетень Центра по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг и Агентства "Консаудитинформ"

Динамика сводного фондового индекса РФБ "Тошкент"



Рейтинг брокерских фирм-покупателей

Т/Р	ВИ №	Брокерские адреса	Эмитент	Эмитент акций (ном. стм.)	Акционер сами (дона)	Биткоинер сами	Биткоинерские бумаги марки (ном. стм.)
№ П/П	№ БК	Наименование брокерской конторы	Регион	Объем покупок (ном. сумма)	Кол-во акций (штук)	Количество сделок	Средняя цена сделки (ном. сумма)
1	209	Умаров Комил Каримович	г. Ташкент	28,25	38219	6	4,71
2	203	ЗАО "Олмос"	г. Бухара	21,00	20000	1	21,00
3	299	ООО "BU MEZON"	г. Ташкент	11,70	3572	5	2,34
4	53	ЧФ "Юлия-Кори"	г. Ташкент	10,81	10809	1	10,81
5	86	ООО "Капитал-Инвест"	г. Нукус	10,00	9097	8	1,25
6	206	ООО "Central Asia Investment"	г. Андижан	9,73	11583	1	9,73

Периодически в журнале публикуются сведения об акционерных обществах и, в частности, общие паспортные данные, в сжатом виде бухгалтерский баланс и отчет о финансовых результатах, а также результаты финансового анализа с финансовыми коэффициентами, показателями рентабельности и деловой активности, рыночными показателями и т.п.

СВЕДЕНИЯ ОБ АКЦИОНЕРНОМ ОБЩЕСТВЕ

АКЦИЯДОРЛИК ЖАМИЯТИ ХАҚИДА МАЪЛУМОТЛАР
СВЕДЕНИЯ ОБ АКЦИОНЕРНОМ ОБЩЕСТВЕ

"Самарқанд лифтсозлик заводи" акциядорлик жамияти
Акционерное общество "Самаркандский лифтостроительный завод"
"Samarkand liftsozlik zavodi" joint-stock company

Date of incorporation	Дата регистрации	15/04/98 г.
Branch of industry	Отрасль	машиностроение
Output production	Производимая продукция	пассажирские лифты и ТНП
Principial office	Головная организация	Узлифтхолдинг
Address of the legal entity	Юридический адрес	703018, г. Самарканд, ул. Спитаменя, 270
Telephone / fax	Телефон / факс	(3662) 21-07-04 (3662) 31-00-16
Bank requisites:	Банковские реквизиты:	
Bank	Банк	АКБ "Умарбанк"
MFO	МФО	00283
Account	Расчетный счет	20208000600308761001
Currency account	Валютный счет	
Director	Руководитель	Тен П. С.
Chief accountant	Главный бухгалтер	Аристова Т. А.
Number of employees	Количество сотрудников	1028
Number and date of the stok's	№ и дата регистрации проспекта эмиссии	06-1-210 КК 20/04/98
Authorized capital stock, sum	Уставный фонд, сумов	131019600
Quantity of shares	Количество акций	31956
Per value of a share, sum	Номинал акции, сумов	4100
Type of the issue:	Форма выпуска:	
blanks	бланки	
DEPO account	безналичные	100%
Kind of the stock	Вид акций:	
ordinary	простые	100%
referred	привилегированные	
Deposit of shares:	Форма хранения акций:	
blanks	бланки	
share certificates	сертификаты	
DEPO account	записи на счетах депо	100%
Shares owned after offer:	Деление уставного фонда на доли в проспекте *)	
State	Гос. доля	25%
Employees	Трудовой коллектив	19,6%
Closely-related partners	Смежники	
Public holders	Свободная продажа	30,4%
Foreign investors	Иностранные инвесторы	25%
Investment funds	Инвестиционные фонды	
Principial office	Головная организация	

Текущее состояние: заблокировано по Постановлению Кабинета Министров РУз № 477 - 75% (23967 шт.), передано на хранение в филиалы - 25% (7989 шт.)

*) В соответствии с Постановлением Кабинета Министров РУз № 477 (Приложение № 1) АО "Самаркандский лифтостроительный завод" включено в перечень предприятий, предлагаемых для продажи иностранным инвесторам целиком.

Информационный бюллетень Центра по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг и Агентства "Конкурентпрофи"

Таблица 1

Balance sheet (thousands of soums) *Бухгалтерский баланс (тыс. сумов) на 01/07/98 г.*

Name / Period	Наименование показателя / Период	Абсолютные значения: начало года	Абсолютные значения: конец периода	Относительные значения: начало года	Относительные значения: конец периода
Assets:	Активы:	287 813,8	283 367,8	100	100
Current Assets:	Оборотные активы:	167 677,8	161 221,8	58,8	61,2
Cash at bank and similar assets	Денежные средства	938,0	2 738,0	0,4	1,0
Current financial investments	Краткосрочные финансовые вложения	0,0	0,0	0,0	0,0
Trade debtors	Расчеты с дебиторами за товары и услуги	43 017,0	54 208,0	16,1	20,6
Inventories	Товарно-материальные запасы	113 721,8	100 435,8	42,5	38,1
Goods for realization	Товары для перепродажи	0,0	41,0	0,0	0,0
Accruals	Авансы выданные и	0,0	3 800,0	0,0	1,4
Other current assets	Прочие текущие активы и затраты	0,0	0,0	0,0	0,0
Long-term assets:	Долгосрочные активы:	118 136,0	122 146,0	41,1	38,8
Buildings and Equipment	Остаточная стоимость основных средств	87 763,0	79 481,0	32,8	30,2
Less depreciation	(-) Износ	66 768,0	74 826,0	43,2	48,5
Financial assets	Нематериальные активы по остаточной стоимости	0,0	0,0	0,0	0,0
Less depreciation	(-) Износ	0,0	0,0		
Less depreciation	Капитальные вложения	21 708,0	22 020,0	8,1	8,4
Financial assets	Акции и займы дочерних предприятий	0,0	0,0	0,0	0,0
Financial assets	Акции и займы ассоциированных предприятий	0,0	0,0	0,0	0,0
Financial assets	Долгосрочные инвестиции	665,0	665,0	0,2	0,3
Other fixed assets	Прочие займы и активы	0,0	0,0	0,0	0,0
Liabilities and Equity:	Пассив:	287813,8	283367,8	100	100
Shareholder's Equity:	Источники собственных средств:	163 748,8	159 398,8	61,1	56,5
Paid-in capital and surplus	Уставный капитал	132 114,0	132 114,0	49,3	50,2
Reserve capital and surplus	Добавочный и резервный капитал	40 274,0	40 274,0	15,0	18,5
Retained earnings	Нераспределенная прибыль (непокрытый убыток)	-23 852,0	-29 214,0	-8,9	-10,7
Other equity	Прочие источники собственных средств	15 213,0	15 212,0	5,7	5,8
Debts and Creditors:	Обязательства и расчеты	104 064,8	103 981,8	38,8	39,5
Long-term liabilities	Долгосрочные обязательства	0,0	11 208,0	0,0	4,3
Short-term liabilities	Краткосрочные обязательства	0,0	0,0	0,0	0,0
Accruals and deferred income	Авансы полученные и доходы будущих периодов	9 802,0	29 080,0	3,7	11,0
Financial debts	Кредиторская задолженность	94 262,0	81 883,0	35,2	24,2

Таблица 2

Income Statement *Отчет о финансовых результатах*

Period:	По состоянию на:	01/01/98 г.	01/07/98 г.
Turnover	Выручка от реализации	88458,0	134666,0
Less VAT and similar charges	НДС, акцизы и прочие	10139	21827
Net sales	Чистая выручка от реализации	88339,8	112839,8
Direct production costs	Производственная себестоимость	47029,0	84615,0
Operating income	Валовой финансовый результат от реализации	9281	28224
Sundry goods and services	Расходы на реализацию	446,0	397,0
Staff cost	Административные расходы	8014,0	8172,0
Other operating charges (income)	Прочие операционные доходы (+), расходы (-)	-26386	-18084
Operating profit (loss) (EBIT)	Прибыль (убыток) от основной деятельности	-33864	4897
Dividends receivable (+)	Дивиденды полученные	83	107
Interest receivable from debtors (+)	Проценты, полученные от дебиторов	4	0
Interest payable to creditors (-)	Проценты, уплаченные кредиторам	0	0
Other financial income (charges)	Прочие доходы (+), расходы (-) от финансовой деятельности	174	-4541
Interest receivable and similar	Доходы (расходы) от инвестиционной деятельности	271	-4434
Exceptional income (charges)	Чрезвычайные прибыли (убытки)	0	0
Profit on ordinary activity before	Общий финансовый результат до уплаты налогов	-25293	163
Income tax and other charges	Налог на прибыль и прочие налоги	708	4477
Net earnings (loss) after tax	Чистая прибыль (убыток) отчетного периода	-26000	-4314

СВЕДЕНИЯ ОБ АКЦИОНЕРНОМ ОБЩЕСТВЕ

Финансовый анализ предприятия

Ratios	Показатели финансового анализа	Нормотив. значения		
Period	По состоянию на:		01/01/98 г.	01/07/98 г.
Financial ratios	Финансовые коэффициенты			
Liquidity ratios	-ликвидности	более 0,5	0,01	0,01
Financial leverage ratios	-соотношения заемных и собственных средств	мах 1.0	0,84	0,58
Net working capital/equity	-маневренности	-	0,33	0,41
Net working capital/inventory	-обеспеченности запасов и затрат собственными источниками	1,0	0,47	0,57
Current ratio	-покрытия или платежеспособности	мин 2	1,52	1,74
Quick ratio	-"критический"	более 0,8-1	0,42	0,66
Cash ratio	-абсолютной ликвидности	более 0,2	0,01	0,03
Productivity assets/Total assets	-реальной стоимости имущества производственного назначения	мин 0,5	0,68	0,69
Profitability and business activity	Показатели рентабельности и деловой активности			
Profit margin on sales	-рентабельности продаж, %		-66,38	4,07
Return on assets (ROA)	-рентабельности всего капитала, %		-8,71	-1,64
Basic earning power ratio	-рентабельности основных средств и прочих внеоборотных средств, %		-83,61	-4,22
Return on equity (ROE)	-рентабельности собственного капитала, %		-15,68	-2,71
Return on equity and long-term credits	-рентабельности перманентного капитала, %		-15,68	-2,71
Assets turnover (times)	-общей оборачиваемости капитала, раз		0,21	0,43
Equity turnover (times)	-оборачиваемости собственного капитала, раз		0,34	0,71
Working capital turnover (times)	-оборачиваемости мобильных средств, раз		0,38	0,71
Inventory turnover	-оборачиваемости материальных оборотных средств		0,60	1,12
Finished goods turnover (times)	-оборачиваемости готовой продукции, раз		1,28	12,20
Receivable turnover (times)	-оборачиваемости дебиторской задолженности, раз		1,31	1,95
Receivable turnover (days)	-среднего срока оборота дебиторской задолженности, дни		278	188
Payable turnover (times)	-оборачиваемости кредиторской задолженности, раз		0,60	1,77
Payable turnover (days))	-среднего срока оборота кредиторской задолженности, дней		611	206
Fixed capital productivity ratios	Фондоотдача основных средств и прочих внеоборотных активов		0,81	1,10
Market value ratios	Рыночная капитализация			
Par value of a share, sum	Номинал акции, сумма		4100,00	4100,00
Market price of a share, sum	Рыночная цена акции, сумма		4100,00	4100,00
Number of outstanding shares	Количество акций, штук		31000	31000
Book price of a share, sum	Балансовая стоимость акции, сумма		5124,68	4867,87
Earnings per share (EPS)	Чистая прибыль, приходящаяся на одну акцию, сумма		-813,68	-138,68
Dividends paid per share (DEPS)	Дивиденды, выплаченные на одну акцию, сумма		0,00	0,00
Book price of a share/market price of a	Отношение рыночной стоимости к балансовой стоимости акции		0,80	0,82
Book price of a market/share price of a	Отношение балансовой стоимости к рыночной стоимости акции		1,25	1,22
P/E ratio	Соотношение Цена/Доход		-5,04	-30,37

29—К-3336

Информационный бюллетень Центра по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг в Агентстве "Узкоммунтехфорум"

1) Анализ структуры баланса

На 1.07.98 года валюта баланса увеличилась на 4446 тыс. сумов и составила 263367 тыс. сумов (таблица 1). В активе баланса произошли изменения. *Доля оборотных активов увеличилась с 58,9% до 61,2%, а доля долгосрочных активов уменьшилась с 41,1% до 38,8%.* На изменение структуры оборотных средств в основном оказал влияние рост дебиторской задолженности на 11189 тыс. сумов и денежных средств на 1800 тыс. сумов. Товарно-материальные запасы на складе снизились с 113721 до 100435 тыс. сумов.

В пассиве баланса доля собственного капитала снизилась с 61,1% до 60,5%, а доля заемного капитала увеличилась с 38,9% до 39,5%. В структуре собственного капитала возросли непокрытые убытки (с 23852 до 28214 тыс. сумов). Размеры уставного и резервного капиталов не изменились. За анализируемый период предприятие получило долгосрочный заем на 11208 тыс. сумов и авансы на 19278 тыс. сумов. Кредиторская задолженность снизилась с 94262 до 63693 тыс. сумов.

2) Финансовые коэффициенты

Динамика финансовых коэффициентов свидетельствует об улучшении уровня платежеспособности предприятия (таблица 3). Коэффициенты покрытия, ликвидности и абсолютной ликвидности увеличились. При условии своевременных расчетов с дебиторами, благоприятной реализации готовой продукции, продажи прочих элементов материальных оборотных средств прогнозируемые платежные возможности предприятия возросли.

Рис. 1. Динамика структуры капитала

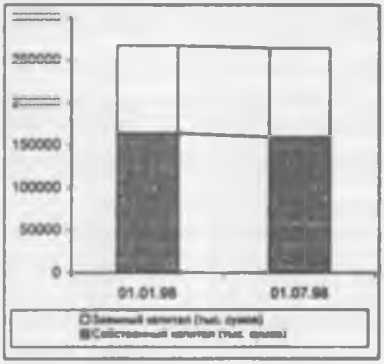
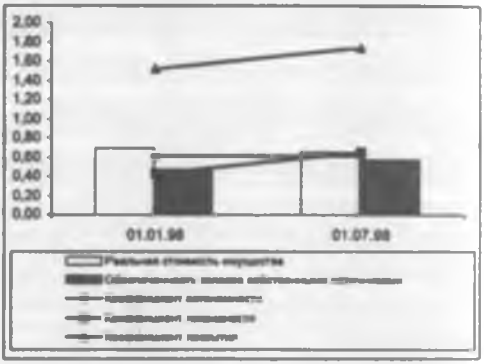


Рис. 2. Динамика финансовых коэффициентов



3) Показатели рентабельности и деловой активности

Выпуск продукции в натуральном выражении имеет тенденцию к сокращению. Так, в 1995 году было выпущено 327 лифтов, в 1996 году -304 лифта, в 1997 году -56 лифтов.

На 1 июля 1998 года выручка от реализации продукции составила 134666 тыс. сумов, что в 2 раза превысило этот показатель за 1997 год (таблица 2). Это объясняется инфляционным ростом цен на основную продукцию предприятия. Производственная себестоимость увеличилась в 1,8 раза. Объем условно постоянных расходов снизился, в результате чего образовалась прибыль от основной деятельности в размере 4597 тыс. сумов. Однако убытки от финансовой деятельности и затраты, включаемые обратным счетом в налогооблагаемую базу, привели к образованию чистых убытков на 4314 тыс. сумов. Рентабельность продаж по итогам полугодия выросла до 4,07%.

Показатели деловой активности (оборачиваемости капитала, оборотных средств, готовой продукции, дебиторской и кредиторской задолженностей) увеличились, что объясняется ростом выручки от реализации.

4) Рыночные показатели

Так как предприятие за анализируемый период получило чистые убытки, балансовая стоимость акции снизилась с 5124,2 до 4987,67 сума. Вместе с тем этот показатель превышает номинальную стоимость акции. Ценные бумаги предприятия обеспечены собственным капиталом.

5) Заключительные выводы:

1. На 1 июля 1998 года предприятие получило прибыль от основной деятельности.
2. Кредиторская задолженность предприятия снизилась в 1,5 раза.
3. В средствах предприятия преобладает доля собственного капитала (60,5%).
4. Ценные бумаги акционерного общества обеспечены собственным капиталом.

Журналы издаются на государственном и русском языках, а также переводятся на английский язык. Полные их тексты можно найти в Интернете www.uzpak.uz, раздел "Финансовые новости" на английском языке.

ГЛАВА 67. АУДИТ И РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ

Информация, предоставляемая эмитентами и профессиональными участниками рынка ценных бумаг в целях защиты прав и интересов инвесторов, других участников рынка, должна быть достоверной. Проблема достоверности информации решается с помощью аудита.

Аудит - вид деятельности по сбору, оценке фактов функционирования и экономического положения хозяйствующего субъекта или фактов, касающихся информации о таком функционировании, которую осуществляют компетентные независимые лица, дающие заключение о качественной стороне функционирования, положения или информации в соответствии с определенными критериями. Иными словами, аудит - это ревизия деятельности фирмы за определенный период времени в соответствии с установленными стандартами учета и отчетности и правилами ревизии.

Цель аудиторской проверки - установить правильность указанных в финансовой отчетности показателей и определить размеры прибыли для выплаты соответствующих налогов и отчислений. Порядок ревизии устанавливается национальным законодательством или нормами проведения такой ревизии, а также положениями о Международной федерации аудиторов (МФА).

Аудиторская проверка в зависимости от целей может приобретать различный характер: ревизия исполнения и оперативная ревизия; выборочная ревизия и программное планирование; ревизия статей расходов и поступлений; ревизия статей баланса; внешняя и внутренняя ревизия; ревизия в условиях использования компьютеров; проверка систем контроля; программы компьютерной ревизии и т.п. Аудиторская проверка дает подтверждение правильности и точности составления бухгалтерской отчетности, адекватного отражения в ней финансового состояния фирмы, наличия эффективного контроля за ведением бухгалтерского учета и его анализа управленческим персоналом. Проведение аудита компании предполагает выявление следующих вопросов:

- функционирование учетной системы клиента: правильность и своевременность отражения операций в первичном учете; четкость перенесения записей в Общий регистр (главная книга); наличие

подтверждающих документов; соответствующее общепринятым стандартам оформление и подготовка финансовой документации;

- проверка действия компьютерной учетно-контрольной системы; своевременность и качественность обнаружения ошибок и неточностей, допущенных при учете и документальном оформлении операций; выявление слабых мест системы.

✓ **Аудит в странах с развитой рыночной экономикой**

В США и западных странах аудиторскую проверку осуществляют внешние аудиторы - представители специализированных независимых аудиторских фирм, имеющие сертификат общественного бухгалтера-аудитора (Certified Public Accountant - CPA) и лицензию на ведение аудиторской деятельности. К аудитору предъявляются определенные требования - он должен быть: независимым от руководства аудируемой им компании; не заинтересованным в результатах ее деятельности; высокопрофессиональным специалистом. Аудиторы, уполномоченные аудиторской фирмой, обязаны высказать компетентное, ответственное и независимое мнение или заключение о финансовом положении фирмы, определить правомерность (или установить неправомерность) совершенных ею операций, действий или деятельности, подтвердить правильность показателей, приводимых в балансовом отчете, отчете о прибылях и убытках, расчетов и платежей, связанных с уплатой налогов. По результатам проведенной проверки аудитор, как правило, составляет заключение по одной из следующих форм:

Стандартное заключение (Standard Unqualified Report); Стандартное заключение с пояснениями (Unqualified Opinion with Additional Explanations); Отрицательное заключение (Adverse Opinion); Отказ от представления заключения (Disclaimer of Opinion); Нестандартное заключение (Qualified Opinion). Аудиторское заключение представляется руководству фирмы для включения в годовой отчет, утверждаемый акционерами на общем собрании, и налоговым органам страны для подтверждения достоверности и точности показателей, приводимых в финансовой отчетности. Аудиторское заключение, помещаемое в годовом отчете, объемом не более одной страницы, обычно содержит сообщение, что фирма прошла аудиторскую проверку, и ее отчетные финансовые показатели соответствуют фактическому состоянию дел. Заключение аудитора подтверждается аудиторским сертификатом или подписью аудитора, который несет юридическую ответственность за результаты проверки. В сертификате отмечается, что аудиторские действия, предпринятые в процессе проверки финансового отчета, отвечают утвержденным мировым стандартам работы и что финансовый отчет был подготовлен в соот-

ветствии с общепринятыми учетными принципами.

В случае нарушения общеустановленных правил (фальсификация данных отчетности, раскрытие конфиденциальной информации) аудитор подвергается уголовному наказанию или штрафу в зависимости от степени нарушения закона и причиненных убытков как фирме, так и пользователям информации.

Во всем мире деятельность аудиторов регулируется законодательно. В соответствии с законами Европейского сообщества *каждая компания на* своем *ежегодном общем собрании акционеров должна назначить аудитора* или аудиторов. Аудиторы должны представить акционерам заключения по всем рассмотренным ими счетам, балансу, отчету о прибылях и убытках и по всем консолидированным счетам. В этом заключении должно содержаться мнение аудитора о правильности составления перечисленных документов с точки зрения закона, а также должна быть дана точная картина состояния дел компании и указан размер прибыли и убытка по состоянию на конец финансового года. При подготовке заключения аудитор должен провести проверку таким образом, чтобы иметь мнение о правильности ведения компанией бухгалтерского учета, соответствии баланса компании и счета прибылей и убытков бухгалтерским записям. Причем, согласно действующим практически во всех странах законам, фирма сама должна декларировать свои доходы для исчисления и уплаты налогов государственным органам. За составление фальсифицированных отчетов фирмы привлекаются к суду.

Аудиторская проверка предполагает выполнение не только контролирующих функций, но и консультационную помощь по всем вопросам ведения учета и отчетности, а также менеджмента.

Аудиторская проверка - это нормальный процесс, который ведется на протяжении всего отчетного года. В ходе проверки аудиторы выявляют текущие отклонения от запланированных показателей и оказывают руководству фирмы помощь в устранении недостатков.

В последние два десятилетия аудиторская деятельность превратилась в международную сферу услуг. Доходы от предоставления аудиторских услуг в мировом масштабе только крупнейшими аудиторскими фирмами превышают 1500 млн. долл. в год. Аудиторские услуги как международная сфера услуг включают предоставление услуг иностранным заказчикам, в том числе через широкую сеть заграничных дочерних предприятий и аудиторских контор, принадлежащих крупнейшим аудиторским фирмам, сфера деятельности которых существенно расширилась. Наряду с проведением проверок финансовой отчетности аудиторские фирмы оказывают консультационные услуги в области бухгалтерского учета, налогообложения, менеджмента,

маркетинга и по другим вопросам. Консультационные услуги аудиторских фирм включают разработку рекомендаций по самому широкому кругу вопросов организации производственно-хозяйственной деятельности фирм.

✓ **Виды услуг, предоставляемые аудиторскими организациями участникам рынка ценных бумаг:**

- аудит и организация учета; консультирование по вопросам налогообложения на внутреннем и внешних рынках; консультирование руководства корпораций по вопросам финансового положения и кредитования; консультирование частных лиц – акционеров, потенциальных инвесторов о финансовом положении интересующих их фирм; услуги государственным учреждениям и предприятиям, в том числе и по вопросам приватизации; услуги корпорациям и банкам по вопросам финансирования; услуги корпорациям по менеджменту, выработка стратегии управления финансами, внедрение информационных технологий и телекоммуникаций, маркетинг, подбор и расстановка кадров, составление бизнес-планов для представления банкам в связи с получением кредитов;
- услуги по оценке имущества и средств корпорации в связи с ее ликвидацией (банкротством) с целью удовлетворения интересов кредиторов и акционеров, оказание услуг, направленных на предотвращение банкротства;
- оказание помощи инвестиционным институтам, консультирование их по организационно-правовым вопросам создания фирм, обучение их ведению хозяйственно-финансовой деятельности и менеджменту;
- подготовка и анализ технико-экономического обоснования, необходимого для регистрации корпорации;
- услуги по повышению эффективности производства и сбыта, совершенствованию внутрифирменного планирования;
- услуги, связанные с изменением правового положения корпорации, характера собственности со слиянием и поглощением фирм (выработка стратегии поглощения);
- услуги, связанные с толкованием законодательства, касающегося деятельности корпорации на рынке конкретной страны;
- консультирование по вопросам международной деятельности, создания и приобретения заграничных предприятий;
- услуги по подысканию деловых партнеров, проведению предварительных переговоров, созданию совместных предприятий;
- услуги по разработке технологических процессов, подготовка технико-экономической документации по новым проектам развития, включая оценку местонахождения и планировку производственных мощностей, научно-технического потенциала, систем материально-технического снабжения и сбыта, систем обеспечения качества и контроля;
- услуги по обучению аудиту; услуги по ведению бухгалтерского учета в небольших фирмах;
- участие в роли арбитра при спорах между партнерами при разделе прибылей и имущества.

Крупнейшие аудиторские фирмы - это международные по сфере деятельности компании, имеющие значительное число заграничных

филиалов и дочерних компаний, представляющие широкий круг перечисленных выше услуг. Самыми крупными аудиторскими фирмами мира являются: "Прайс Уотерхаус - Куперс" (Price Waterhause Coopers); "Эрнст энд Янг" - (Ernst and Young); "Артур Андерсен" - (Artur Andersen - AA); "Делойт энд Туш" - (Deloitte and Touche); "Ки ПИ Эм Джи" - (KPMG). Специалисты этих аудиторских фирм обладают высокой компетентностью и профессионализмом. Они владеют в совершенстве не только практическими знаниями и опытом в области финансового учета и бухгалтерской отчетности, но и имеют квалификации экономиста, юриста, менеджера. Обычно аудиторские фирмы организуют в своем составе специализированные подразделения: аудиторские, налоговые, консультационные, в которых заняты специалисты различных профессий, областей знаний.

Обычно аудиторская фирма имеет долговременные связи со своими клиентами и предоставляет услуги в комплексе. Аудиторские фирмы обладают обширными базами данных, содержащими конфиденциальную информацию о состоянии дел у своих клиентов и размерах выплачиваемых ими налогов. Аудиторы не могут владеть прямо или косвенно (через членов семьи) акциями фирм-клиентов, где бы они ни находились. Ежегодно аудитор обязан подписывать документ-обязательство об "инвестиционной независимости".

Интерес к результатам аудиторской проверки или заключению проявляют не только акционеры и инвесторы, но и служащие фирм, брокеры бирж, деловые партнеры, кредиторы, представители профсоюзов, журналисты. Они получают информацию о финансовом положении интересующих их компаний за определенную плату или через официальные публикации.

✓ **Возникновение аудита в Узбекистане**

В Узбекистане аудит появился в начале 90-х годов с обретением республикой независимости и переходом к рыночной экономике. Именно с развитием предприятий негосударственного сектора возникла потребность в аудите, поскольку рыночные структуры нуждались в независимой, сторонней оценке своей деятельности. В то время законом не предусматривалась обязательность аудита для каких-либо предприятий, однако многие коммерческие структуры, желая действовать принципиально по-новому, сами приглашали аудиторов для проведения проверок с целью подтверждения правильности ведения ими бухгалтерского учета и финансовой отчетности. Именно так дело обстояло с некоторыми коммерческими банками и биржей "Тошкент", которые пользовались услугами независимых аудиторов для подтверждения своих балансовых показателей уже в 1991-1992 годах.

Аудит - это независимая экспертиза и анализ финансовой отчетности хозяйствующих субъектов уполномоченными на то лицами - аудиторами (аудиторскими фирмами) с целью определения ее достоверности и соответствия финансовых и хозяйственных операций законодательным и иным нормативным актам страны, а также полноты, реальности, соответствия требованиям, предъявляемым к ведению бухгалтерского учета или финансовой отчетности. В соответствии с новой редакцией Закона Республики Узбекистан "Об аудиторской деятельности", принятого 26 мая 2000 года, под аудиторской деятельностью понимается предпринимательская деятельность аудиторских организаций по проведению аудиторских проверок и оказанию иных сопутствующих профессиональных услуг, к которым относятся:

- постановка, восстановление и ведение бухгалтерского учета;
- составление финансовой отчетности;
- перевод национальной финансовой отчетности на международные стандарты бухгалтерского учета;
- анализ финансово-хозяйственной деятельности хозяйствующих субъектов;
- консалтинг по бухгалтерскому учету, налогообложению, планированию, менеджменту и другим вопросам финансово-хозяйственной деятельности;
- составление расчетов и деклараций по налогам и другим обязательным платежам.

В 1994-1996 гг. значительная часть аудиторских фирм наряду с основной своей деятельностью начала заниматься оценкой стоимости имущества приватизируемых предприятий. Это существенно приблизило отдельные аудиторские фирмы к акционерным обществам, позволило им вникнуть в законодательство о ценных бумагах, разобраться в системе управления, изучить вопросы начисления и выплаты дивидендов, налогообложения доходов от ценных бумаг.

До 1996 года аудит был мало связан с фондовым рынком, поскольку ставил своей целью только подтверждение правильности ведения бухгалтерского учета и финансовой отчетности и защиту акционерных обществ от санкций налоговых органов. С принятием в 1996 г. законов "Об акционерных обществах и защите прав акционеров", а также "О механизме функционирования рынка ценных бумаг" *аудит* превращается в *мощный инструмент защиты прав и интересов инвесторов и, в частности, акционеров,* поскольку каждое акционерное общество должно в установленный срок опубликовать отчет о своей финансово-хозяйственной деятельности, заверенный независимым аудитором. Именно с принятием указанных норматив-

ных актов аудит все более и более начинает работать на акционеров.

Обязательность аудита повлекла за собой рост аудиторских фирм, причем он характеризовался неравномерностью в географическом отношении. Основная часть аудиторских организаций концентрируется в г. Ташкенте - столице республике, крупнейшем промышленном центре, где функционирует огромное количество национальных и совместных предприятий. Неравномерность эта сохранилась и по сей день. Из 500, примерно, зарегистрированных в Министерстве финансов аудиторских организаций более половины приходится на столицу. В областях же количество аудиторских фирм колеблется в пределах от 5 до 30.

Институциональное управление аудитом находится в ведении Министерства финансов. В республике создана и действует Ассоциация бухгалтеров и аудиторов Узбекистана. Ассоциация, помимо нормотворческой деятельности, занимается подготовкой кадров в указанной области, а также представляет отечественный аудит в рамках постсоветского пространства. В 2000 году была создана Палата аудиторов.

В настоящее время уставный капитал аудиторской организации должен быть не менее 1200 минимальных заработных плат.

Обязательной аудиторской проверке ежегодно подлежат акционерные общества, банки, страховые организации, инвестиционные и иные фонды, аккумулирующие средства юридических и физических лиц, некоторые виды внебюджетных фондов, хозяйствующие субъекты, имеющие в уставном фонде долю государства. Уклонение от проведения обязательной аудиторской проверки влечет за собой взыскание штрафа в размере от 100 до 500 минимальных зарплат.

По результатам аудиторской проверки заказчику представляются аудиторский отчет и аудиторское заключение. ***Аудиторский отчет - документ, адресованный руководителю, собственнику, общему собранию участников (акционеров) хозяйствующего субъекта, содержащий подробные сведения о выявленных в ходе проверки отклонениях от установленного порядка ведения бухгалтерского учета, нарушениях в финансовой отчетности.*** На основании аудиторского отчета составляется ***аудиторское заключение - документ, содержащий выраженное в письменной форме мнение аудиторской организации о достоверности финансовой отчетности и соответствии порядка ведения бухгалтерского учета установленным требованиям законодательства.***

Постановлением Кабинета Министров РУз № 161 от 25 апреля 1996 г. в мае того же года в Узбекистане было создано неправительственное агентство по оказанию консультационно-аудиторских и информационных услуг участникам рынка ценных бумаг Республи-

ки Узбекистан (Агентство "Консаудитинформ"). Одной из главных целей агентства является аудит участников рынка ценных бумаг (акционерных обществ, инвестиционных институтов и других хозяйствующих субъектов). "Консаудитинформ", создав свои дочерние предприятия в каждой области республики, имея возможность проводить через них общую стратегию, тактику, методологию и стиль работы, а также мониторинг по разным вопросам аудита, сыграло определенную роль в развитии аудита в республике. В течение четырехлетнего периода деятельности на рынке аудита агентство добилось ощутимых результатов. Ежегодно оно осуществляет более чем 1200 проверок, из которых примерно половина приходится на акционерные общества, ПИФы, акционерные компании. В числе клиентов "Консаудитинформа" по аудиту такие крупные предприятия, как ГАО "Алмалыкский горно-металлургический комбинат" (АГМК), ГАО "Ташкентский тракторный завод" (ТТЗ), ГАО "Ташкентское авиационное производственное объединение им. В. П. Чкалова" (ТАПОиЧ), АО "УзБУМ", АО "Узхимфарм", страховые компании "Узбекинвест", "Кафолат", страховое агентство "Мадад", агропромбиржа "Узбекистан", ташкентские офисы аудиторских фирм большой пятерки аудиторов "Деллойт энд туш" и "Эрнст энд Янг", Центральноазиатско-американский фонд поддержки предпринимателей и другие. Многие из них заключили с агентством договора на аудиторское обслуживание (постоянное аудиторское сопровождение в течение года или нескольких лет). Агентство "Консаудитинформ" первым из аудиторских организаций республики начало страховать аудиторские риски.

✓ **Значение аудита**

Роль аудита на современном этапе становления рыночных отношений возрастает. Во-первых, аудит служит хорошим средством самоконтроля деятельности предприятий и организаций. Каждый хозяйствующий субъект имеет право проверить себя на правильность соблюдения законодательства в области бухгалтерского и финансового законодательства и тем самым снизить риск негативных последствий проверок контролирующих органов. Во-вторых, существенно облегчается задача последних, поскольку аудиторские проверки по закону должны осуществлять профессионалы, имеющие специальный квалификационный диплом аудитора, выдержавшие специальный экзамен. Не случайно установлено, что проверки и ревизии финансово-хозяйственной деятельности предпринимательских структур, своевременно и в полном объеме уплачивающих налоги и платежи в бюджет, соблюдающих другие нормы, имеющих ежегодные заключения аудиторов, осуществляются контролирующими органа-

ми, как правило, не чаще одного раза в два года. Особую значимость, особенно в последнее время, приобрел аудит как средство защиты прав и интересов инвесторов. Акционеры, имея заключение независимого аудитора, имеют возможность убедиться в том, что предприятие, куда они вложили деньги, ведет учет в рамках действующего законодательства, что и прибыль, и дивиденды рассчитаны правильно. Наконец, аудит дает возможность директору предприятия оценить работу бухгалтерии, других хозяйственных служб, а наблюдательному совету - руководителя исполнительного органа, поскольку последний отвечает за организацию ведения на предприятии бухгалтерского учета и функционирование служб и отделов.

С точки зрения развития экономической системы, в результате аудиторского контроля самые различные уровни управления, вплоть до государственного, должны получить достоверную информацию о состоянии бизнеса, финансов организаций, выполнении обязательств по налогам, а также по другим аспектам экономической деятельности хозяйствующих субъектов, в частности и для акционерных обществ. И прежде всего это необходимо для принятия верных и эффективных управленческих решений.

В мировой практике без заключения престижной аудиторской организации предприятию даже не имеет смысла вести какие-либо переговоры о проведении деловых операций. Иностранные инвесторы также с определенной настороженностью направляют свои капиталы в те предприятия, публичная достоверность финансовой отчетности которых не подтверждена авторитетной аудиторской фирмой. Недостаточно качественное развитие института аудита в Республике Узбекистан в определенной степени обусловливает и недостаточную инвестиционную активность, ибо нет гарантий достоверности финансовой информации и реальности реализации инвестиционных проектов.

Наличие достоверной финансовой информации, обеспечиваемой аудиторами, позволяет повысить эффективность функционирования рынка капиталов, интенсифицировать экономические процессы, тем самым создавая реальные дополнительные предпосылки для дальнейшего экономического роста, а также дает возможность оценивать и прогнозировать последствия различных управленческих решений в области экономики, инвестиционной политики и налогообложения.

ОСНОВНЫЕ ПОНЯТИЯ И ТЕРМИНЫ

фундаментальный анализ
технический анализ
информирование инвесторов
"The Wall Street Jornal"

коэффициенты платежеспособности
уровень рентабельности
показатели деловой активности
показатели рыночной активности
индекс "Доу-Джонса"
индекс "Стэндард энд Пурз"
The NYSE Composite Index
AMEX Market Value Index
Индекс NASDAQ
Индекс Wilshire 500
рейтинги акций
рейтинги облигаций
"Financial Times"
тикер
коды компаний
аудит
аудиторские стандарты
аудиторская проверка
аудиторское заключение
формы аудиторского заключения
отчет аудитора
виды аудиторских услуг
"большая пятерка" аудиторов
роль аудита

НОРМАТИВНЫЕ ДОКУМЕНТЫ

1. "Об аудиторской деятельности" (новая редакция). Закон Республики Узбекистан. Принят 26 мая 2000 г.
2. "О совершенствовании аудиторской деятельности и повышении роли аудиторских проверок". Постановление Кабинета Министров Республики Узбекистан за № 365 от 22 сентября 2000 г.

Методические рекомендации по финансовому анализу предприятия. Утверждены Правительственной комиссией Республики Узбекистан по вопросам банкротства и санации предприятий 17 апреля 1997 г.

ЛИТЕРАТУРА

1. Волжин И.О., Ергашбаев В.В. Финансовый анализ. - Ташкент: - 1998.
2. The Wall Street Jornal. // Monday, February 8, 1999.
3. Ричард Дж. Тьюлз и др. Фондовый рынок. - М.: Инфра-М, 1997.
4. Фондовый портфель. - М.: Соминтэк, 1992.
5. Руководство по биржевому делу. Товарные сделки. Ценные бумаги. Под ред. А.Белозерцева. - М.: Агропромиздат, 1991.

ИНДЕКС

A

Amex Market Value Index 433

F

Finansial Times 439

T

The NYSE Composite Index 432
The Wall Street Jornal 431, 439

А

абсолютный делистинг 309
аваль векселя 44, 236, 262
агентские услуги 204, 257
АДР 24
ажио 33
активные акции 23
акцепт
– *векселя* 41
– *переводных векселей* 41, 262
акции 20, 132
– *в обращении* 23
– *закрытых акционерных обществ* 22, 130, 144
– *на предъявителя* 22
– *открытых акционерных обществ* 22, 130, 144
– *с плавающим курсом* 24
– *с правом на переоценку* 23
– *с правом отзыва* 23
акционерное общество 20, 79, 120, 130, 144, 160, 235, 377
акционирование 120
алгоритм действия участников 323
аллонж 46
андеррайтер 191
андеррайтинг 190
аннулирование лицензии 356, 365
антимонопольное регулирование РЦБ 395
аренда брокерского места 295
ассоциированные члены биржи 332
аттестация 177
аудит 451, 455
аудиторская проверка 451
аудиторские стандарты 451
аудиторское заключение 457
аффилированные
– *лица* 193
– *лица* ИФа 193

Б

банки 37, 142, 235, 248
– *как инвестиционные институты* 253
– *как эмитенты* 242
банковские
– *векселя* 41, 45, 245
– *инвестиции* 248
банкротство 161
безбланковые выпуски акций 16
безбумажные выпуски ценных бумаг 16
бездокументарные ценные бумаги 17
безоборотный индоссамент 46
бенефициар 257
бескупонные облигации 35
беспроцентные облигации 35

биржевая котировка цен 310, 336
биржевое время 313
биржевой
– *официальный список* 300
– *регистрационный сбор* 295
– *рынок ценных бумаг* 59, 66
– *брокер* 332
– *маклер* 332
биржевые санкции 323
бланки акций 15
бланковый индоссамент 46
большая пятерка аудиторов 455
брокер 179
брокерская деятельность 179
брокерское место 294
бронзовые векселя 45
бросовые облигации 35
буферный
– *лимитный приказ* 323
– *приказ* 323

В

варрант 52
ваучеры 122
вексель 39
– *переводный* 41
– *простой* 41
вексельное поручительство 44
вексельные операции 258
виды
– *акционерных обществ* 130
– *андеррайтинга* 191
– *аудиторских услуг* 454
винкулированные акции 23
внебиржевой
– *неорганизованный рынок* 67
– *организованный рынок* 67
– *рынок ценных бумаг* 66
внешняя стоимость опциона 49
внутренняя стоимость опциона 49
временное управление 201
временный
– *делистинг* 307
– *член биржи* 293
вторичная эмиссия 65, 146
вторичный рынок
ценных бумаг 21, 65
выигрышные облигации 35
выписка из реестра 222

Г

гарантированные
– *акции* 23
– *облигации* 35
ГКО 14, 25, 73, 250
глобальный сертификат 16, 148
голландский аукцион 75
госкредиты ПИФам 198
Государственная
– *комиссия по ценным бумагам и фондовым биржам* 353
– *регистрация* 137, 145
государственное
регулирование РЦБ 344
государственные
– *облигации* 25
– *облигации Узбекистана* 26, 250
государственный поверенный 157
грошовые акции 418
группа тридцати 96, 104, 111, 206, 208
группы листингового списка 305

Д

двойной аукцион 76
двусторонний взаимозачет 93

действия в чрезвычайной ситуации 356
делистинг 307
дематериализация 16, 206
демобилизация 17
денежно-кредитная политика 268
депозитарий 59, 176, 206
депозитные сертификаты 36
депозитный договор 18
депоненты 211
держатель опциона 49
деятельность по доверенности 200, 412
дивиденд 20, 160
дизажио 33
дилерская деятельность 181
дилерский рынок 181
дистрибьютор 191
дисциплинарная комиссия 292
длинная позиция 93
доверительное управление 157, 200
договор
– *комиссии* 179
– *купли-продажи* 87
– *поручения* 179
долгосрочные
– *казначейские обязательства* 36
– облигации 35
домициляция векселей 265
допуск членов биржи к торгам 293, 298
достаточность капитала 177
доходность к погашению 28
доходные облигации 35
доходы от ценных бумаг 14, 20, 28, 33, 36, 39
дочернее предприятие 167
дружеские векселя 45

Е

европейский опцион 48

З

зависимое предприятие 166
задачи ЦКК ФРЦБ 353
заинтересованные лица 156
закладные облигации 35
заключение сделки 87, 317, 322
закон Гласса-Стигола 236
законодательство о РЦБ 385, 405
закрытая позиция 93
закрытое
– *(частное) размещение* 65
– *акционерное общество* 132
зарегистрированные акции 23
защита прав
– *акционеров* 372
– *инвесторов* 344, 372
заявка на биржевые торги 313
значение рейтингов 435
золотая акция 23

И

именной индоссамент 46
именные
– *акции* 22
– *облигации* 35
имущественные права 16
инвентаризация размещения акций 398

инвестиционная
– *компания* 176, 190
– *привлекательность* 423
– *стратегия* 189
– *тактика* 189
инвестиционные
– *институты* 60, 80, 84, 175, 373, 377
– *цели* 188
инвестиционный
– *брокер* 59, 184
– *консультант* 59, 175, 185, 415
– *посредник* 59, 175, 179, 184
– *фонд* 59, 175, 192
инвесторы 58, 65, 80, 377
индекс
– *"Доу-Джонса"* 429
– *коммунальный* 430
– *промышленный* 429
– *совокупный* 430
– *транспортный* 430
– *"Стэндард Энд Пурз"* 431
– *NASDAQ* 433
– *TASIX* 433
– *WILSHIRE 500* 433
индексы ценных бумаг 428
индивидуальные
– *инвесторы* 80
– *инвестиционные посредники* 184
индоссамент 46
индоссант 46
инкассирование векселей 264
иностранные инвесторы 83
институциональные инвесторы 80
информирование инвесторов 431, 439
исключительная компетенция 150
исключительный вид деятельности 175
исполнение сделки 95
исполнительный орган 154
источники покрытия облигаций 31
ИФ
– *закрытого типа* 192
– *открытого типа* 192

К

казначейские
– *векселя* 45
– *обязательства* 36
капитализированный дивиденд 21
кассовая сделка 95
квази ценные бумаги 18
квалификационная комиссия 280, 291, 298
киборд 336
класс ПЦБ 48
клиринг 213
коды компаний 442
коллективные инвесторы 82
комиссионные биржевых брокеров 295, 325, 331
коммерческие векселя 45
коммерческий банк 235
компьютерный терминал 313, 441
конвертируемые
– *акции* 24, 135
– *облигации* 35
консультационная деятельность 185
контрольный пакет акций 166
конфиденциальная информация 418
конфликтная комиссия 280, 291, 325
конъюнктура рынка 311, 423
короткая позиция 93
котировальная комиссия 280, 289, 310
коэффициенты платежеспособности 425
краткосрочные казначейские обязательства 36

краткосрочные облигации 35
кредитный опцион 18, 48
критерии листинга 282
крупные сделки 155
кумулятивная акция 23, 133
купонные облигации 35
курс акции 21

Л

ликвидация АО 133
ликвидность ценных бумаг 19
лимит заемных средств 267
лимитный приказ 323
листинг дополнительной эмиссии 305
листинговая
– *комиссия* 305
– *площадка* 305, 315
листинговые предприятия 305
лицензирование 177, 348, 398, 403, 413, 452
ломбардные операции 269

М

манипуляции на рынке ценных бумаг 364, 412
маркет-мейкеры 297
международный рынок ценных бумаг 70
мелкооптовая торговля ценными бумагами 230
метод
– *"пестницы"* 249
– *"штанги"* 249
механизм клиринга 215
многосторонний взаимозачет 93
модели регулирования РЦБ 345
модель фондового рынка 238
мошенничество на рынке ценных бумаг 364, 408, 419
муниципальные облигации 31

Н

наблюдательный совет 128, 145, 152
надписатель 49
налогообложение операций с ЦБ 26, 28, 381, 400, 404
национальный рынок ценных бумаг 70
незаконная деятельность на РЦБ 364
незарегистрированные акции 23
непрерывный аукционный рынок 76
неспонсируемые АДР 24
неттинг 94
неустойка 149
новэйшн 94
номинальная стоимость 21
номинальный держатель ценных бумаг 59, 176, 225, 258

О

обездвиживание ценных бумаг 17, 206
облигации 25
– *внешнего займа* 35
– *внутреннего займа* 35
– *на предъявителя* 25, 35
– *предприятий* 32
– *с залогом* 35
– *с ограниченным кругом обращения* 35
– *с правом участия* 35
обращаемость ценных бумаг 18
обращение ценных бумаг 18
общая инфраструктура рынка 58

общее собрание акционеров 20, 128, 146, 150
общеэкономические факторы 19
объявленные акции 132
обыкновенные акции 22, 132
обязанности
– *брокера* 180
– *дилера* 181
– *доверенных лиц* 157, 414
– *реестродержателя* 223
– *членов фондовой биржи* 294
обязательные реквизиты векселей 41
оговорки к приказам 324
онкольный рынок 76
опека АО 161
операции на открытом рынке 269
опцион 48
– *покупателя* 50
– *продавца* 50
органы контроля за фондовым рынком 347, 350
органы управления РЦБ 347, 350
ордер Госкомимущества 141
ордерные акции 24
основной вид деятельности 175
особенности
– *биржи* 273
– *ПИФов* 195
– *приватизации* 125
– *создания ИФов* 193
отзывные облигации 35
открытая позиция 93
открытое
– *(публичное) размещение* 65, 375
– *акционерное общество* 130
отношения собственности 20
отчет
– *аудитора* 452
– *об итогах выпуска* 146
отчетность корпораций 411
оферта 319
официальные дилеры 297
оценка стоимости имущества 138

П

первичная эмиссия 22, 146
первичный
– *листинг* 305
– *рынок ценных бумаг* 65
передаточное распоряжение 46, 223
переучет векселей 260
переучетная
– *политика* 268
– *ставка* 268
план приватизации 137
плюральные акции 25
поглощение предприятий 170
подписные акции 23
позиция в биржевом списке 314
показатели
– *деловой активности* 426
– *рыночной активности* 427
покрытые векселя 45
полномочия ЦКК ФРЦБ 354
полноправный член биржи 293
порицание специалисту 420
портфельные акции 23
порядок ведения реестра 223
поставка
– *против платежа* 97
– *ценных бумаг* 99
постоянный делистинг 307

потребительская стоимость ценных бумаг 18
права
– *акционеров* 132
– *фондовой биржи* 288
– *членов фондовой биржи* 293
правоприменение 362
предмет регулирования 350
предпосылки
– *активизации банков* 235
– *создания РЦБ* 379
преимущества акционирования 129
премия по опциону 49
преференциальные акции 23
прибиржевые рынки ценных бумаг 68
приватизационный инвестиционный фонд (ПИФ) 59, 195
приватизация 120
привилегированные акции 23, 134
принцип "ППП" 97, 207
принципал 257
принципы
– *деятельности биржи* 287
– *номинального держания* 226
– *разгосударствления* 124
программа развития РЦБ Узбекистана 110
производные ценные бумаги 47, 397
проспект эмиссии 65, 142, 147, 375, 377
простой
– *аукцион* 75
– *процент* 28
протест векселя 47
профессиональное регулирование РЦБ 345, 348
процент 21, 25
публикация информации 375, 377

Р

разгосударствление 120
размещенные акции 20, 132
разовые ссуды под векселя 260
раскрытие сведений 372, 375
распоряжение активами 203, 256
расчет дивидендов 162
расчетно-клиринговая организация 59, 176, 213
расчетный сертификат 18
реализация депозитных сертификатов 38
реальный держатель ценных бумаг 225
ревизионная комиссия 131, 145
региональный рынок ценных бумаг 69
регистрационные
– *заявления* 409
– *требования* 408
регистрация эмиссии 148
регулярный членский взнос 294
реестр владельцев ценных бумаг 175, 220, 257
реестродержатель 59, 175, 220
резервный фонд 133
рейтинги
– *акций* 435, 438
– *облигаций* 435, 437
реквизиты
– *бланков акций* 22
– *бланков облигаций* 34
– *бланков сертификатов* 37
– *варранта* 52
– *опциона* 51
– *фьючерса* 54
ремитент 41
рендит 33
ретроактивные акции 24

решение о выпуске
– *казначейских обязательств* 36
– *облигаций* 34
– *сертификатов* 38
решение об акционировании 137
риск
– *ликвидности* 19, 101
– *операций с ценными бумагами* 19, 100, 195
– *потери основной суммы долга* 100
– *инвестирования* 189
роль
– *аудита* 458
– *рынка ценных бумаг* 62
рынок
– *акций* 72
– *векселей* 39
– *депозитных сертификатов* 73
– *облигаций* 73
– *ценных бумаг* 58
рыночный приказ 323

С

саморегулируемые организации 288, 345, 348
санация 161
санкции ЦКК ФРЦБ 356
сберегательные сертификаты 36
сверка параметров сделки 90
свободно обращающиеся облигации 35
сводный фондовый индекс РФБ "Тошкент" 433
сделки с маржой 406, 412
секция торгового зала 313
серия ПЦБ 48
сертификат акций 16, 148
сертификаты ценных бумаг 15, 206
система
– *ведения реестра* 220
– *депозитариев* 206
– *номинальных держателей* 228
– *управления АО* 150, 398, 401
скрытые резервы 268
снижение рисков 194
соло вексель 41
специалисты биржи 331
специальная инфраструктура рынка 58
специальные бланки КЦБФБ 409
спецссудный счет 260
спонсируемые АДР 24
среднесрочные
– *казначейские обязательства* 36
– *облигации* 35
средний показатель 428
срок обращения сертификатов 37
срочная сделка 95
ссуды
– *по спецссудному счету* 260
– *под векселя* 261
стихийная торговля 75
стоп-приказ 324
стратегия банка 249
страхование рисков 20
субиндексы 428
суммарный сертификат 148
счет "депо" 211

Т

тайминг 431
технический анализ 423
тикер 441
типы инвесторов 81

торговая сессия 314
трассант 41
трассат 41
траст 199, 205
трастовые услуги 205, 256
траст-отдел банка 205, 256
тратта 41

У

управление делами компании 256
управляющая
– *компания* 59, 175, 200, 257
– *компания ИФа* 200
уровень рентабельности 426
устав акционерного общества 145
уставный фонд 130
участники биржевых торгов 312
учет векселей 259
учетная ставка 268
учетные регистры 268, 396
учредители 144
учредительная конференция 144
учредительное собрание 144
учредительный договор 144

Ф

фальсификация документов 364
федеральное законодательство 405
финансово-промышленная группа 171, 191
финансовые
– *векселя* 45
– *потери* 372
финансовый
– *анализ* 423
– *капитал* 241
– *холдинг* 168, 391
фондовая биржа 85, 273, 287, 373, 377
фондовые магазины 230
фондовый
– *отдел банка* 254
– *отдел биржи* 279
– *рынок* 21, 273
формирование ФПГ 171, 391
формы
– *аудиторского заключения* 452
– *приватизации* 125
форфейтинговые операции 263
форфейтор 263
ФПГ 171, 391
фундаментальные свойства ценных бумаг 18
фундаментальный анализ 423
функции
– *инвестиционных компаний* 190
– *клиринга* 213
– *номинальных держателей* 225
– *СРО* 348
– *фондовых магазинов* 230
– *центрального банка* 265
фьючерс 52

Х

холдинг 83, 168, 391

Ц

цедент 38

цели
– *номинального держания* 226
– *приватизации* 121
– *аудита* 451
– *государственного регулирования РЦБ* 345
цена исполнения опциона 49
ценные бумаги 14
– *как документы* 16
– *как права* 16
Центр по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг 353
центральный банк 235
цессионарий 38
цессия 38

Ч

чековая карта 18
члены фондовой биржи 293

Ш

шаг цены 322

Э

эволюция рынка ценных бумаг 379
экспертиза ценных бумаг 300
экспертная комиссия 278, 291, 303
электронная
– *книга заявок* 313, 318
– *система торгов* 312
эмиссионные
– *синдикаты* 192
– *ценные бумаги* 17
эмиссия ценных бумаг 65, 78, 140
эмитент ПЦБ 48
эмитенты 58, 65, 78, 235, 307, 372
этапы
– *андеррайтинга* 191
– *приватизации* 123
эффективная доходность 28

Учебник
Бутиков Игорь Леонидович
Рынок ценных бумаг

Редактор-корректор *Гибазова Ф. К.*
Компьютерная верстка *Портенко И. Б.*
Обложка художника *Афонина Д. О.*
Ответственный за выпуск *Жижимов В. В.*
Менеджер проекта *Плешаков А. М.*

Подписано в печать 10.11.2000 г. Формат 60×901/16. Гарнитура Times ET.
Печать офсетная. Усл. п. л. 29,5+0,5 (вкл.). Тираж 1600 экз.
Заказ № 56/К-8586.
Издательство «Консаудитинформ». Типография ООО «Ношир».
Ташкент, 2001 г.



103с.

65.9(2)
Г-21

10

Ш. Гафуров, Б. Беркинов, О. Пичугина

РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ



Ташкент 1995

65.9(2)
Р-21

ГОСУДАРСТВЕННЫЙ КОМИТЕТ
ПО УПРАВЛЕНИЮ ГОСУДАРСТВЕННЫМ
ИМУЩЕСТВОМ И ПОДДЕРЖКЕ ПРЕДПРИНИМАТЕЛЬСТВА

НАУЧНО-ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ ЦЕНТР ПО ПРОБЛЕМАМ
ФОРМИРОВАНИЯ МНОГОУКЛАДНОЙ ЭКОНОМИКИ С ВЦ

Гафуров Ш.Р., Беркинов Б.Б., Пичугина О.Л.

6ВС48-680574

РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ

Вух. ТИП и ЛП
БИБЛИОТЕКА
№ 6ВС48

Ташкент 1995

УДК 336. 763:339.13

Рассматривается роль рынка ценных бумаг в рыночной экономике и его финансовые инструменты, раскрывается механизм операций с ценными бумагами. Значительное место отводится описанию роли и принципов функционирования профессиональных участников рынка ценных бумаг - инвестиционных институтов, банков, фондовой биржи, депозитария.

Имеется справочный раздел, включающий основные законодательно-нормативные документы, регулирующие рынок ценных бумаг Республики Узбекистан, адреса и телефоны фирм, работающих на республиканском рынке ценных бумаг.

Рекомендуется для начинающих участников фондового рынка, студентов высших и средних учебных заведений, слушателей бизнес-школ и всех интересующихся рынком ценных бумаг.

© Информационно-рекламный издательский центр "ИРИЦ", 1995

От авторов

Создание в нашей стране с началом массовой приватизации акционерных обществ открытого типа и формирование рынка ценных бумаг требуют от акционеров, профессиональных участников этого рынка и потенциальных инвесторов определенного уровня информированности и профессиональной подготовленности.

Цель настоящего издания - ознакомить широкий круг читателей с тем, что такое рынок ценных бумаг, его функции, структура и участники.

В первой главе описаны инструменты этого рынка - виды ценных бумаг, их инвестиционные качества, эмиссия, первичное размещение и обращение ценных бумаг.

Вторая глава посвящена вопросам организации деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг. В ней изложены сложившиеся в мировой практике принципы организации и функционирования инвестиционных институтов, фондовых бирж, депозитариев, а также процесс их создания и особенности функционирования в нашей стране. Здесь же рассматриваются возможные виды деятельности, статус и место коммерческих банков на рынке ценных бумаг.

Третья глава включает законодательно-нормативные документы регулирующие рынок ценных бумаг Узбекистана, сведения об организациях - профессиональных участниках фондового рынка Республики Узбекистан, словарь основных терминов, используемых непосредственно на рынке ценных бумаг,

Книга предназначено для начинающих участников фондового рынка и может быть полезно всем интересующимся рынком ценных бумаг.

В подготовке настоящего издания участвовали сотрудники НИЦМЭ с ВЦ Госкомимущества Республики Узбекистан Насриддинов О.К., Войцехович Т.Ф., Рахимова М.А., Баратова Д.М.

Глава 1. Организация, функции и структура рынка ценных бумаг

Что такое рынок ценных бумаг: его роль и место в рыночной экономике

Рынок ценных бумаг зародился на заре развития торгового капитала и в большинстве стран Запада представляет собой одну из наиболее устойчивых и отлаженных частей хозяйственного механизма. Он давно организован в систему биржевой и внебиржевой торговли, в нем существуют свои правила и традиции, иногда с вековой историей. Что касается развития рынка ценных бумаг в Узбекистане, то его появление связано с процессами приватизации и акционирования государственных предприятий.

Этот рынок отличается от всех других рынков прежде всего товаром, который на нем обращается - ценными бумагами. В свою очередь обращение ценных бумаг определяет особый состав участников этого рынка, порядок его функционирования, правила регулирования и т.п.

Рынок ценных бумаг - один из ключевых элементов рыночной экономики. Являясь частью финансового рынка, он служит каналом, аккумулирующим сбережения и преобразующим их в финансовые активы для последующего инвестирования в экономику и совершенствования ее производственного потенциала. Рынок ценных бумаг дополняет систему банковского кредита и взаимодействует с ней. Коммерческие банки, как правило, не предоставляют кредит на срок более 1 года, а рынок ценных бумаг позволяет иностранным корпорациям привлекать значительные денежные средства практически на любой срок и обычно на более выгодных условиях, чем банковский кредит.

Частью рынка ценных бумаг является также денежный рынок на котором обращаются краткосрочные (до 1 года) долговые обязательства, главным образом депозитные сертификаты, векселя, казначейские обязательства. Денежный рынок обеспечивает привлечение наличности в казну государства, а предприятиям и частным лицам дает возможность получать доход на их временно свободные денежные средства.

Рынок ценных бумаг, как и любой другой рынок представляет собой систему экономических отношений по поводу купли-продажи, где сталкивается спрос и предложение.

Спрос создается предприятиями, корпорациями и государством, которым не хватает собственных доходов для финансирования инвес-

тиций. Бизнес и правительство обычно выступают на рынке ценных бумаг чистыми заемщиками (больше занимают, чем одалживают), а чистым кредитором является население, личный сектор, у которого по разным причинам доход превышает суммы расходов на текущее потребление и инвестиции в материальные активы (главным образом, жилье). Задача рынка ценных бумаг - обеспечить возможно более полный и быстрый перелив сбережений в инвестиции по цене, которая бы устраивала обе стороны.

Следует сказать, что ценные бумаги - один из сложнейших видов товаров, и поэтому финансовое посредничество между эмитентами и инвесторами, предоставление услуг по ценным бумагам на фондовом рынке осуществляется профессиональными участниками этого рынка брокерами, дилерами, инвестиционными компаниями, инвестиционными фондами, банками.

В нашей стране рынок ценных бумаг еще находится на стадии становления.

В настоящее время на рынке ценных бумаг Узбекистана в основном производится продажа Госкомимуществом Республики Узбекистан на фондовой бирже и через фондовые магазины пакетов акций приватизированных государственных предприятий, предназначенных для свободной реализации. На данном этапе в республике доминирует первичный рынок ценных бумаг. Вторичный рынок только начинает формироваться.

Основная задача формирующегося в нашей стране рынка ценных бумаг - стать механизмом аккумуляции свободных денежных ресурсов множества инвесторов и направления их в производственный сектор экономики.

Большинство отраслей и предприятий в настоящее время нуждаются в притоке инвестиционных ресурсов, которые позволили бы восстановить платежеспособность, модернизировать оборудование, возобновить массовое проектирование и производство новой продукции для того, чтобы осуществить новый промышленный подъем. Для привлечения необходимых инвестиционных ресурсов предприятия и целые отрасли должны научиться использовать рынок ценных бумаг, его инструменты.

Финансовые инструменты рынка ценных бумаг

Инструментами фондового рынка являются ценные бумаги - денежные документы, удостоверяющие имущественные права или отношения займа между выпустившим их лицом и их владельцем, предусматривающие выплату дохода в виде дивидендов или процентов и возможность передачи прав, вытекающих из этих документов другим лицам.

Фундаментальными свойствами ценных бумаг являются обращаемость и ликвидность.

Обращаемость - способность ценной бумаги покупаться и продаваться на рынке, а также во многих случаях выступать в качестве самостоятельного платежного инструмента, облегчающего обращение других товаров

Ликвидность - способность ценной бумаги быть быстро проданной и превращенной в денежные средства (в наличной и безналичной форме), без существенных потерь для держателя. при небольших колебаниях рыночной стоимости и издержках на реализацию.

Самым распространенным видом ценных бумаг являются акции

Согласно Закона Республики Узбекистан "О ценных бумагах и фондовой бирже" акция - ценная бумага без установленного срока действия, удостоверяющая внесение юридическим или физическим лицом определенного вклада в уставный фонд акционерного общества. подтверждающая участие ее владельца в собственности данного общества и дающая ему право на получение дивиденда и, как правило, на участие в управлении этим обществом.

Акции свидетельствуют о праве их держателей - акционеров, на соответствующую долю всего имущества акционерного общества Акционеры являются, следовательно, коллективными собственниками капитала акционерного общества. Владение акциями обеспечивает им право получения части прибыли акционерного общества (дивиденда); право голоса при выработке решений на общих собраниях акционеров. преимущественное право на приобретение акций данного акционерного общества; право на часть собственности в случае его банкротства.

С точки зрения права собственности и ее передачи акции подразделяются на именные и предъявительские.

Основные различия между именными и предъявительскими акциями связаны с тем, что переход именной акции от одного владельца к другому предполагает обязательную фиксацию этого процесса в реестре акционеров акционерного общества. Предъявительские акции такой фиксации не требуют. Если по именным акциям их эмитент постоянно имеет надежную информацию о том, кто является их владельцем в настоящее время, то узнать владельца предъявительской акции эмитент может только тогда, когда владелец предъявит соответствующую ценную бумагу.

Акции подразделяются на простые (обыкновенные) и привилегированные с точки зрения прав акционеров. Обыкновенные акции свидетельствуют о праве их владельцев на доход (дивиденды) и праве голоса в принятии решений на общих собраниях акционеров.

Привилегированными акции называются потому, что владельцы этих акций в отличие от держателей обыкновенных акций имеют ряд привилегий:

- дивиденды на них обычно устанавливаются по фиксированной ставке;

- дивиденды на привилегированные акции выплачиваются до выплаты дивидендов по обыкновенным акциям;

- держатели привилегированных акций имеют преимущественное право на определенную долю активов акционерного общества при их ликвидации.

Говоря о цене акции следует различать:

- номинальную цену, которая указывается на самой бумаге;

- эмиссионную цену, по которой она продается на первичном рынке;

- рыночную (курсовую) цену, по которой она котируется на вторичном рынке ценных бумаг;

- балансовую (книжную) цену, которая определяется на основе финансовой отчетности. Основной характеристикой акции является ее курсовая стоимость (курс акции)

- цена по которой акция продается на рынке.

Другим наиболее распространенным видом ценных бумаг являются облигации.

Облигация - ценная бумага, удостоверяющая внесение ее владельцем денежных средств и подтверждающая обязательство возместить ему номинальную стоимость ценной бумаги в предусмотренный в ней срок, с выплатой фиксированного процента.

Организация, выпустившая облигации (эмитент) выступает в роли заемщика денег, а покупатель облигации (инвестор) - в роли кредитора.

Основные отличия облигации от акции:

- облигация приносит доход только в течение указанного на ней срока;

- облигация обычно приносит ее владельцу доход в виде заранее установленного процента;

- облигация акционерного общества не дает права выступать ее владельцу в качестве акционера данного общества, то есть не дает права голоса на собрании акционеров.

Приобретение облигаций считается делом менее рискованным,чем покупка акций. В случае разорения компании владелец облигации как кредитор имеет право на погашение задолженности прежде, чем обладатель не только обычной, но и привилегированной акции

Облигации выпускаются следующих видов:

- облигации внутренних государственных и местных займов;

- облигации предприятий

Облигации могут выпускаться обыкновенными и выигрышными, процентными и беспроцентными (целевыми), свободно обращающимися или с ограниченным кругом обращения.

Фундаментальными свойствами ценных бумаг являются обращаемость и ликвидность.

Обращаемость - способность ценной бумаги покупаться и продаваться на рынке, а также во многих случаях выступать в качестве самостоятельного платежного инструмента, облегчающего обращение других товаров.

Ликвидность - способность ценной бумаги быть быстро проданной и превращенной в денежные средства (в наличной и безналичной форме), без существенных потерь для держателя, при небольших колебаниях рыночной стоимости и издержках на реализацию.

Самым распространенным видом ценных бумаг являются акции

Согласно Закона Республики Узбекистан "О ценных бумагах и фондовой бирже" акция - ценная бумага без установленного срока действия, удостоверяющая внесение юридическим или физическим лицом определенного вклада в уставный фонд акционерного общества, подтверждающая участие ее владельца в собственности данного общества и дающая ему право на получение дивиденда и, как правило, на участие в управлении этим обществом.

Акции свидетельствуют о праве их держателей - акционеров, на соответствующую долю всего имущества акционерного общества. Акционеры являются, следовательно, коллективными собственниками капитала акционерного общества. Владение акциями обеспечивает им право получения части прибыли акционерного общества (дивиденда); право голоса при выработке решений на общих собраниях акционеров; преимущественное право на приобретение акций данного акционерного общества; право на часть собственности в случае его банкротства.

С точки зрения права собственности и ее передачи акции подразделяются на именные и предъявительские.

Основные различия между именными и предъявительскими акциями связаны с тем, что переход именной акции от одного владельца к другому предполагает обязательную фиксацию этого процесса в реестре акционеров акционерного общества. Предъявительские акции такой фиксации не требуют. Если по именным акциям их эмитент постоянно имеет надежную информацию о том, кто является их владельцем в настоящее время, то узнать владельца предъявительской акции эмитент может только тогда, когда владелец предъявит соответствующую ценную бумагу.

Акции подразделяются на простые (обыкновенные) и привилегированные с точки зрения прав акционеров. Обыкновенные акции свидетельствуют о праве их владельцев на доход (дивиденды) и праве голоса в принятии решений на общих собраниях акционеров.

Привилегированными акции называются потому, что владельцы этих акций в отличие от держателей обыкновенных акций имеют ряд привилегий:

- дивиденды на них обычно устанавливаются по фиксированной ставке;

- дивиденды на привилегированные акции выплачиваются до выплаты дивидендов по обыкновенным акциям;

- держатели привилегированных акций имеют преимущественное право на определенную долю активов акционерного общества при их ликвидации.

Говоря о цене акции следует различать:

- номинальную цену, которая указывается на самой бумаге;

- эмиссионную цену, по которой она продается на первичном рынке;

- рыночную (курсовую) цену, по которой она котируется на вторичном рынке ценных бумаг;

- балансовую (книжную) цену, которая определяется на основе финансовой отчетности. Основной характеристикой акции является ее курсовая стоимость (курс акции)

- цена по которой акция продается на рынке.

Другим наиболее распространенным видом ценных бумаг являются облигации.

Облигация - ценная бумага, удостоверяющая внесение ее владельцем денежных средств и подтверждающая обязательство возместить ему номинальную стоимость ценной бумаги в предусмотренный в ней срок, с выплатой фиксированного процента.

Организация, выпустившая облигации (эмитент) выступает в роли заемщика денег, а покупатель облигации (инвестор) - в роли кредитора.

Основные отличия облигации от акции:

- облигация приносит доход только в течение указанного на ней срока;

- облигация обычно приносит ее владельцу доход в виде заранее установленного процента;

- облигация акционерного общества не дает права выступать ее владельцу в качестве акционера данного общества, то есть не дает права голоса на собрании акционеров.

Приобретение облигаций считается делом менее рискованным,чем покупка акций. В случае разорения компании владелец облигации как кредитор имеет право на погашение задолженности прежде, чем обладатель не только обычной, но и привилегированной акции.

Облигации выпускаются следующих видов:

- облигации внутренних государственных и местных займов;

- облигации предприятий.

Облигации могут выпускаться обыкновенными и выигрышными, процентными и беспроцентными (целевыми), свободно обращающимися или с ограниченным кругом обращения.

Как ценная бумага облигация имеет свои атрибуты: номинальную стоимость, отражает сумму займа, предоставленного инвестором эмитенту. Номинал для облигации играет значительно большую роль, чем для акции, так как определяет величину получаемого дохода, фиксированную в процентах к номиналу, и, следовательно, оказывает большее влияние на формирование рыночной цены облигации.

Акции и облигации называют инвестиционными ценными бумагами. На фондовом рынке обращаются и другие виды ценных бумаг: казначейские обязательства, депозитные сертификаты, векселя, а также производные ценные бумаги - опционы, варранты и др.

Казначейские обязательства - вид ценных бумаг на предъявителя, удостоверяющих внесение их владельцами денежных средств в бюджет и дающих право на получение фиксированного дохода в течение всего срока владения этими бумагами.

Различают долгосрочные, среднесрочные и краткосрочные казначейские обязательства. Они отличаются сроком обращения. Долгосрочные обязательства обращаются от 5 и более лет, среднесрочные от одного года до 5 лет, краткосрочные выпускаются на 3, 6 и 12 месяцев. Казначейские обязательства отличаются от облигаций большей гибкостью и разнообразием условий получения дохода.

Выплата дохода по долгосрочным казначейским обязательствам может осуществляться ежегодно по купонам или при погашении обязательств путем начисления процентов к номиналу, но без ежегодных выплат.

Доходы держателям среднесрочных казначейских обязательств выплачиваются путем начисления процентов к номиналу без ежегодных выплат при их выкупе в зависимости от срока, прошедшего от выпуска обязательства до его погашения.

Краткосрочные казначейские обязательства не имеют купонов и погашаются путем их выкупа, включая выплату начисленных по ним процентов. Депозитный сертификат - это свидетельство банка-эмитента о вкладе денежных средств, удостоверяющее право вкладчика или его правопреемника на получение по истечении установленного срока суммы вклада и процентов по нему. В случае досрочного предъявления сертификата к оплате его владельцу выплачивается нарицательная стоимость сертификата и начисляется процент по пониженной ставке. Выпуск этих ценных бумаг осуществляется банками.

Сертификаты могут быть именные и на предъявителя. Важные категории обращения сертификатов - понятия передачи права требования и уступки права требования по сертификату. Уступка права требования по сертификату на предъявителя осуществляется простым вручением этого сертификата. По именному сертификату уступка права требования означает установление двустороннего соглашения с одной

стороны, лицом, уступающим свои права, с другой - лицом, приобретающим эти права.

Когда возникает потребность в наличности, владельцы сертификатов могут продать их на вторичном рынке. Возможность свободной продажи делает депозитные сертификаты не только доходными, но и высоко ликвидными инструментами.

Вексель - ценная бумага, удостоверяющая безусловное обязательство векселедателя уплатить по наступлении указанного в ней срока определенную сумму денег владельцу векселя (векселедержателю). Их может выпустить любое платежеспособное предприятие. Вексель может продаваться, выдаваться в качестве кредита и использоваться как платежное средство в конкретной сделке купли-продажи.

Векселя, в основном, выдаются на короткий срок (до одного года).

Различают два вида векселей: простой и переводной. Под переводным векселем понимается письменный документ, содержащий безусловный приказ одного лица (векселедателя), обращенный к другому лицу (плательщику), об уплате определенной денежной суммы определенному лицу (первому получателю) либо по его приказу в установленный срок, либо по требованию. Переводной вексель применяется, когда в сделке участвуют 3 лица: поставщик (кредитор), покупатель (должник) и плательщик по векселю.

Простой вексель является письменным документом, содержащим безусловное обязательство одного лица (векселедателя) уплатить определенную денежную сумму определенному лицу (первому получателю) либо по его приказу в установленный срок, либо по требованию. Простой вексель используется, если в сделке участвуют 2 лица: поставщик (кредитор) и покупатель (должник).

С помощью индоссамента (передаточной надписи) как простой, так и переводной вексель может передаваться другим лицам, не участвующим в первой сделке. Возможность переуступать право требования по векселю широкому кругу лиц делает вексель не только орудием кредита, но и удобным средством платежа.

Опцион, как производная ценная бумага обеспечивает право на покупку или продажу других ценных бумаг по определенной цене в течение определенного периода времени или на определенную будущую дату.

Опционы оказывают поддержку развитию дилерских операций на рынке ценных бумаг, сдерживаемых небольшими, как правило, размерами капитала брокерских фирм.

Существуют два основных вида опционов: опцион на покупку ценной бумаги и опцион на продажу.

Опцион покупателя дает право, но не обязательство его владельцу купить определенный контракт по соответствующей цене в любое время в течение срока действия этого опциона. Опцион продавца

дает право, но не обязательство продать определенный контракт по соответствующей цене в любое время в течение срока действия этого опциона.

В мировой практике с точки зрения сроков исполнения опционы подразделяются на два типа: европейский и американский.

Европейский опцион - опцион, исполнение которого допускается только на согласованную будущую дату.

Американский опцион - опцион, исполнение которого допускается в любой момент до и на согласованную будущую дату.

Опционные контракты (срочные сделки с премией) получают все большее распространение на рынке ценных бумаг, и прежде всего фондовых биржах.

Опционные контракты отличаются рядом существенных особенностей:

момент исполнения по опционной сделке отделен от времени ее заключения определенным промежутком, зафиксированным в самом договоре;

сторона, уплатившая премию, вправе либо исполнить свое обязательство, либо отказаться от выполнения;

договор заключается, как правило, в отношении стандартного количества товара.

Предметом договора являются различные фондовые ценности. В частности, опционы используются при торговле акциями, денежными средствами и валютой.

Срок - существенное условие опционного договора. Прежде всего это касается срока погашения (ликвидации) опциона (когда одна из сторон может потребовать исполнения обязательств от другой стороны)

Важным условием опционного договора является порядок извещения держателем опциона о готовности принять исполнение от надписателя. Такое извещение может быть сделано в ходе биржевых торгов через биржевого маклера, по почте или иным образом.

В случае если держатель (владелец) опциона не известил о готовности принять исполнение в срок, установленный договором, срок считается истекшим и держатель опциона теряет право требовать передачи ему предмета договора

Существенным элементом опционного договора является наличие в нем условия о возможной смене участников договора. В договоре сторонами специально оговаривается, что права и обязанности из данного договора могут быть переуступлены любому лицу (или только члену данной биржи) без дополнительного согласия другой стороны.

Варрант - ценная бумага, обладатель которой получает право покупки ценных бумаг по установленной цене в течение определенного периода времени или бессрочно. Варрант обращается на рынке ценных

бумаг подобно акциям. За рубежом выпускают сертификаты "варранта" обычно на предъявителя и торгуют ими на рынке до начала периода подписки на акции нового выпуска или облигации, а иногда также во время подписки.

Выпуск и первичное размещение ценных бумаг

Выпуск ценных бумаг в обращение путем продажи их первым владельцам (инвесторам) - юридическим и физическим лицам называется эмиссией. Эмиссия может быть первичной и повторной (вторичной и т.д.).

Первичная эмиссия ценных бумаг осуществляется:

- при учреждении акционерного общества путем преобразования существующего предприятия или создания нового;
- при привлечении заемного капитала юридическими лицами, государством, органами государственной власти путем первых выпусков облигаций и иных долговых обязательств.

Повторная эмиссия ценных бумаг осуществляется акционерными обществами, государством, органами государственной власти путем дополнительного выпуска акций, облигаций или иных долговых обязательств. Дополнительный выпуск ценных бумаг используется акционерными обществами для повышения эффективности управления капиталом. В зависимости от цели управляющего воздействия на акционерный капитал осуществляется выбор вида повторной эмиссии - определенной разновидности акций или облигаций.

В случае, если задачи управления капиталом требуют повышения доли собственных средств, может быть принято решение об увеличении уставного фонда и дополнительного выпуска акций.

Если возникает необходимость быстрого привлечения заемных средств - выпускаются облигации. Если принимается решение постепенно увеличить число акционеров, выпускаются конвертируемые облигации с последующим обменом их на обычные акции.

Когда необходимо расширить финансирование, но сохранить контроль над акционерным обществом, то прибегают к выпуску облигаций или неголосующих акций.

Если интересы управления требуют поддержки рыночного курса ранее выпущенных ценных бумаг, можно приступить к дроблению или наоборот, к консолидации акций.

В мировой практике механизм первичного размещения ценных бумаг сложился следующим образом: обычно формируются предложения со стороны предприятия - эмитента фирмам - посредникам, организуется частное или публичное размещение ценных бумаг

Закрытое (частное) размещение происходит без публичного объявления, без проведения рекламной компании, публикации и регистрации проспекта эмиссии и среди заранее известного ограниченного круга инвесторов.

Открытое (публичное) размещение ценных бумаг среди потенциально неограниченного круга инвесторов сопровождается публичным объявлением, проведением рекламной компании и регистрацией проспекта эмиссии, который должен содержать достаточно полную информацию об эмитенте.

Эмитенты могут реализовать свои ценные бумаги самостоятельно, за комиссионное вознаграждение через банки, инвестиционные компании и финансовых брокеров.

Для того чтобы быстро и эффективно провести открытое размещение ценных бумаг эмитентом обычно привлекается фирма - посредник, профессионально работающая на рынке ценных бумаг. Фирмами посредниками могут быть инвестиционные компании и финансовые брокеры. Они берут на себя обязательства прилагать все усилия по продаже ценных бумаг от имени эмитента сторонним инвесторам, а также могут принять на себя обязательства по выкупу недораспределенной части выпуска.

Инвестиционные компании могут также взять на себя обязательства по выкупу за свой счет всего выпуска ценных бумаг по фиксированной цене с целью дальнейшей перепродажи сторонним инвесторам или недоразмещенной ими среди сторонних инвесторов в течении оговоренного срока части выпуска ценных бумаг. Совокупность этих операций называется андеррайтингом.

В мировой практике андеррайтинг представляет собой гарантию эмитенту в том, что в результате продажи ценных бумаг он получит минимальную, но определенную сумму денег. Это позволяет эмитенту быть уверенным. что все предлагаемое к выпуску количество акций будет продано. За рубежом крупные эмитенты обычно поручают процедуру размещения ценных бумаг инвестиционным банкам, которые образуют специальные синдикаты для распространения выпуска.

При первичном размещении ценных бумаг эмитент и гарант выпуска - инвестиционный институт, производящий по соглашению с эмитентом продажу ценных бумаг их первым владельцам, обязаны обеспечить каждому покупателю возможность ознакомления с условиями продажи и проспектом эмиссии до момента покупки этих бумаг.

В нашей стране в настоящее время при размещении акций приватизированного государственного предприятия роль проспекта эмиссии выполняет сам План приватизации Госкомимущества Республики Узбекистан. Если создается новое акционерное общество или акционерным обществом производится дополнительный выпуск

ценных бумаг, то необходима регистрация проспекта эмиссии Министерством Финансов Республики Узбекистан.

Проспект эмиссии должен содержать данные о самом эмитенте, предлагаемых к продаже ценных бумагах, процедуре и порядке их выпуска и другую информацию, которая может повлиять на решение о покупке этих ценных бумаг или об отказе от такой покупки.

Информацию, включаемую в проспект эмиссии условно можно разбить на три группы.

В первую группу должна включаться информация о статусе юридического лица, полное и сокращенное наименование эмитента, юридический адрес, банковские реквизиты, структура органов управления, список членов органа управления и исполнительного органа, их имена и фамилии, указывается перечень всех филиалов и представительств эмитента, а также перечень всех предприятий, банков, фирм, организаций и других юридических лиц, которые владеют частью собственных средств акционерного общества. Здесь же указывается вид деятельности, собственный капитал, оборотный, прибыль, задолженности на дату принятия решения о выпуске ценных бумаг.

Во вторую группу сведений, включаемых в проспект эмиссии, входят данные о финансовом состоянии эмитента. При повторных эмиссиях - это бухгалтерские балансы за последние три завершенных финансовых года, либо за каждый завершенный период с момента образования, бухгалтерский баланс на конец последнего квартала перед принятием решения о выпуске ценных бумаг,полные отчеты об использовании прибыли за последние три завершенных года, либо за каждый завершенный период с момента образования.

Все данные о финансовом состоянии должны быть подтверждены аудиторской проверкой. Особое внимание уделяется сведениям об административных и экономических санкциях, налагавшихся на эмитента органами государственного управления, судом, государственным арбитражем в течение трех лет до момента принятия решения о выпуске ценных бумаг.

К третьей группе данных, которые должны быть включены в проспект эмиссии, относятся общие сведения о ценных бумагах: вид выпускаемых ценных бумаг, объем выпуска, номинал одной ценной бумаги, порядок выпуска (здесь указываются даты принятия решения о выпуске, орган, принявший решение о выпуске, дата окончания процесса распространения ценных бумаг), порядок оплаты приобретаемых ценных бумаг, данные о получении доходов по ценным бумагам (размер процентов по привилегированным акциям и облигациям, порядок определения размера дивиденда, периодичность платежей и т.д.).

Органы регистрирующие выпуск ценных бумаг несут ответственность за полноту сведений, содержащихся в проспекте эмиссии ценных бумаг, но не отвечают за достоверность таких сведений. Ответственность за достоверность сведений несет эмитент.

Процедура регистрации выпуска акций приватизированных государственных предприятий в Республике Узбекистан подробно изложена в утвержденном 16 июня 1995 г. Минфином РУз и Госкомимуществом РУз документе "Порядок регистрации выпуска в обращение акций акционерных обществ открытого типа, созданных в результате преобразования государственных предприятий".

Регистрация выпуска акций и проспекта эмиссии акционерного общества, созданного в результате преобразования государственного предприятия, при осуществлении первичного выпуска акций, производится Госкомимуществом Республики Узбекистан или его территориальными управлениями.

Госкомимущество несет полную ответственность за своевременность представления и достоверность сведений о выпуске акций акционерных обществ созданных в результате преобразования государственных предприятий.

После регистрации проспекта эмиссии правление акционерного общества представляет его для учета в Национальный депозитарий.

Копия зарегистрированного проспекта эмиссии направляется Министерству финансов или территориальному финансовому органу для включения в единый Государственный реестр ценных бумаг.

Реализация акций, предназначенных для свободной продажи, осуществляется Главным биржевым управлением Госкомимущества РУз путем выставления их на биржевые торги, продажи через фондовые магазины и национальному инвестиционному фонду приватизации, а также путем аукционной продажи опционов

Обращение ценных бумаг: виды рынков

Под обращением ценных бумаг понимается их купля - продажа, а также другие действия, предусмотренные законодательством, приводящие к смене владе́льца ценных бумаг.

Ценные бумаги обращаются на первичном и вторичном рынках

Первичный рынок - это рынок первых и повторных эмиссий ценных бумаг, на котором осуществляется их начальное размещение среди инвесторов. На первичном рынке ценных бумаг осуществляется эмиссия государственных и муниципальных облигаций, а также акций и облигаций, которые выпускаются различными акционерными компаниями, как финансового, так и нефинансового профиля.

Важнейшей функцией первичного рынка является полное раскрытие информации об эмитенте, позволяющее инвестору сделать обоснованный выбор вида ценной бумаги для вложения денежных средств.

Непосредственными инвесторами на первичном рынке ценных бумаг обычно выступают инвестиционные и коммерческие банки,

инвестиционные фонды, компании, институциональные инвесторы, приобретающие непосредственно или с помощью биржевых фирм и инвестиционных банков акции и облигации.

Вторичный рынок - это рынок, на котором обращаются ранее размещенные на первичном рынке ценные бумаги.

Основное назначение вторичного рынка свести продавцов и покупателей ценных бумаг, обеспечить соответственно свободный и быстрый перелив капитала в наиболее эффективные сферы деятельности.

Важнейшая черта вторичного рынка - его ликвидность, т.е. способность поглощать значительные объемы ценных бумаг в короткое время, при небольших колебаниях курсов и при низких издержках на реализацию.

Особенностью развития в настоящее время рынка ценных бумаг в нашей республике является абсолютное преобладание первичного рынка ценных бумаг, вторичный рынок пока еще не сложился.

Ценные бумаги обращаются как на биржевом, так и внебиржевом ("уличном") рынках.

Биржевой рынок исчерпывается понятием фондовой биржи как особого институционально организованного рынка, на котором обращаются ценные бумаги наиболее высокого качества и операции на котором совершают профессиональные участники рынка ценных бумаг. Принципы организации и функционирования фондовой биржи будут рассмотрены ниже.

Внебиржевой рынок охватывает операции с ценными бумагами, совершаемые вне фондовой биржи.

В западной практике на внебиржевом рынке сделки осуществляются:

а) с незарегистрированными на бирже ценными бумагами;

б) с зарегистрированными на бирже ценными бумагами через посредников. При этом участники стремятся обойти довольно высокие ставки комиссионных, которые устанавливают фондовые биржи. Осуществляя сделки по купле-продаже крупных партий ценных бумаг с фирмами, не являющимися членами фондовых бирж, они одновременно получают значительную экономию на комиссионных и избегают дестабилизации курсов на фондовых биржах;

в) минуя посредников - через компьютерную систему.

Внебиржевому рынку ценных бумаг принадлежит важное место в обслуживании оборота ценных бумаг. Он является одновременно и соперником фондовых бирж, и их дополнением. Например, в торговле облигациями внебиржевой рынок дополняет биржевой механизм, в торговле акциями биржи и внебиржевой рынок является конкурентами.

Внебиржевой рынок, охватывающий рынок операций с ценными бумагами, можно разделить на стихийный и дилерский рынки.

Стихийный рынок ценных бумаг характеризуется тем, что правила заключения сделок, требования к ценным бумагам и к участникам не установлены, торговля осуществляется произвольно в частном контакте продавца и покупателя. Системы распространения информации о совершенных сделках не существует.

На дилерских рынках продавцы публично объявляют о ценах предложения и порядке доступа к местам покупки ценных бумаг. Те из покупателей, кто согласен с ценовыми предложениями и другими условиями инвестирования заявляют о своих намерениях и приобретают ценные бумаги (например, безналичными перечислениями или взносом наличными деньгами в пункте распределения ценных бумаг). Продавцы обязаны совершать сделки с любым лицом по цене которую объявили. Прямой открытой конкуренции между продавцами или между покупателями не происходит.

В свою очередь дилерские рынки можно организовать на основе следующих видов предложений ценных бумаг:

- локализованного (например, назначается несколько локальных мест продажи за наличные);

- распределенного (создание распределенной сети из рыночных мест по категории инвесторов, ценных бумаг, форм оплаты);

- продленного (например, создается постоянное предложение различных видов ценных бумаг в филиальной сети коммерческого или сберегательного банка. Клиенты обращаются в эту сеть за совсем другими услугами - по кредитованию, расчетам и т.п., однако есть вероятность, что часть из них приобретет и ценные бумаги).

В странах с развитой рыночной экономикой практически все ценные бумаги первоначально поступают на "уличный" рынок. Это почти все облигации и значительная часть акций (в особенности малоизвестных корпораций). Только после того, как акции будут распространены дилерами на "уличном" рынке, и тем самым будут получены доказательства их удовлетворительного размещения, решается вопрос о приеме акций к продаже на бирже

Внебиржевой рынок начал формироваться и в нашей республике. В настоящее время он представлен сетью фондовых магазинов, создающихся при брокерских конторах, инвестиционных компаниях и Национальном инвестиционном фонде приватизации и его филиалах.

Доходность ценных бумаг и риск

Доход от инвестирования в ценные бумаги состоит:

для казначейских билетов, депозитных и сберегательных сертификатов, облигаций и привилегированных акций - из

фиксированного процента выплачиваемого по истечении определенного срока;

для простых акций - из дивиденда и прибыли, получаемой владельцем от разницы их курсовой стоимости на момент покупки и момент продажи.

Дивиденд является частью чистой прибыли акционерного общества, т.е. той прибыли, которая остается в распоряжении общества после того, как оно рассчитается со всеми кредиторами и заплатит налоги в госбюджет. Другая часть чистой прибыли образует так называемую нераспределенную прибыль, которая может использоваться акционерным обществом для развития производства, финансирования капитальных вложений, создания резервного и других фондов.

Чистая прибыль, направляемая на выплату дивидендов, распределяется между акционерами пропорционально числу и виду принадлежащих им акций.

Предварительная величина дивиденда устанавливается Советом директоров акционерного общества и рекомендуется им для утверждения общим собранием акционеров. Утверждая окончательную величину дивиденда к выплате, общее собрание решает вопрос о разделении чистой прибыли на дивиденды и нераспределенную прибыль.

Акционерное общество может совсем не выплачивать дивиденды, направляя всю прибыль на расширение производства. И акционеры должны понимать, что это происходит ради их будущих доходов.

Как средний вариант между выплатой дивидендов деньгами и участием в автоматическом реинвестировании предстает выплата дивидендов акциями. К такой форме расчетов с акционерами на Западе прибегают время от времени быстро растущие компании, направляющие значительную долю прибыли на накопление. Преимущество для компании состоит в том, что наличные сберегаются для расширения бизнеса. Акционер же получает дополнительные акции, которые он может продавать если нуждается в наличных.

Считается, что рынок ценных бумаг таит в себе уникальные возможности получения высоких доходов. Однако рынок есть рынок, поэтому, как и на любом другом рынке всегда существует риск потери дохода и даже самих инвестиций, так как нет такой системы, которая одновременно обеспечивала бы высокий доход и исключала всякий риск.

Все инвесторы - индивидуальные и институциональные - стремятся достичь определенных целей, помещая свои сбережения в те или иные виды ценных бумаг. Основными целями инвесторов являются: безопасность, доходность , рост и ликвидность вложений.

Под безопасностью вложений понимается неуязвимость инвестиций от потрясений на рынке инвестиционного капитала и

стабильность получения дохода. Безопасность обычно достигается в ущерб доходности и росту вложений. Самыми безопасными являются вложения в облигации государственных займов, которые обеспечиваются платежеспособностью государства. Доход по облигациям обычно ниже дохода по акциям. Однако изменение курса облигаций в значительно меньшей степени зависит от ситуации на рынке и циклических колебаний в экономике. Поэтому облигации являются основным объектом инвестиций для коммерческих банков, страховых компаний, пенсионных фондов и многих крупных корпораций, заботящихся не только о доходности, но и надежности своих вкладов.

Казначейские билеты и другие краткосрочные долговые обязательства также привлекательны для инвесторов, так как практически исключают риск.

Самыми рискованными являются вложения в акции молодых наукоемких корпораций. Зато они могут оказаться самыми выгодными с точки зрения доходности и роста инвестиций.

Если инвестор стремится максимизировать доходность и ее рост на инвестиции, то ему, в определенной степени придется пожертвовать безопасностью.

Ликвидность или рыночность ценных бумаг, под которой понимается быстрое и безущербное для держателя обращение их в деньги, также является существенным фактором в оценке инвестиционной привлекательности ценных бумаг.

Ни одна ценная бумага не обладает всеми перечисленными выше свойствами, так что компромисс между инвестиционными целями неизбежен.

В зависимости от инвестиционной цели, решение о покупке тех или иных акций должно вытекать из фундаментального анализа ценных бумаг. Такой анализ представляет собой детальное изучение отраслей и отдельных компаний с точки зрения их ценных бумаг.

Обычно анализ ценных бумаг проводят брокерско-дилерские фирмы, а также различные консалтинговые и исследовательские фирмы.

Располагая информацией, полученной от посредников о результатах проведения анализа инвестиционных качеств конкретных ценных бумаг, инвестор может принять взвешенное и продуманное решение о том, какие ценные бумаги покупать и от приобретения каких воздержаться.

Снижение риска серьезных потерь достигается в известной степени диверсификацией вложений.

По оценкам специалистов нельзя вкладывать значительные средства в один-два вида ценных бумаг. Риск снижается, когда капитал распределяется между множеством разных ценных бумаг.

Рекомендуется ограничивать инвестиции в данный вид ценных бумаг 5-10% от общей стоимости портфеля.

Принято включать в инвестиционный портфель государственные казначейские обязательства, облигации, привилегированные акции и обычные акции. Это называется диверсификацией по виду ценных бумаг. Бывает еще диверсификация по отраслям экономики, регионам и странам, сроку погашения (для облигаций). Когда портфель ценных бумаг достигает оптимального сочетания таких свойств как безопасность, доходность, ликвидность, он именуется сбалансированным.

В настоящее время в нашей республике идет процесс массовой приватизации государственных предприятий. Основными ценными бумагами обращающимися на республиканском рынке ценных бумаг являются акции приватизированных предприятий. Изучение инвестиционных качеств этих акций представляет большой интерес для инвесторов.

Оценка финансового состояния эмитентов и в определенной степени инвестиционных качеств акций проводится пока только специалистами Республиканской фондовой биржи. Однако в проведении такого анализа серьезно заинтересованы инвестиционные компании, инвестиционные фонды и брокерские фирмы, которые постепенно будут вынуждены создавать в своих структурах исследовательские отделы или группы. Будут также создаваться и специализированные исследовательские и консалтинговые фирмы, проводящие анализ инвестиционных качеств ценных бумаг различных эмитентов.

Бух. ТИП и ЛП
БИБЛИОТЕКА
№ 68048

Глава 2. Профессиональные участники рынка ценных бумаг

Инвестиционные институты

Исходя из мировой практики инвестиционные институты - это юридические лица осуществляющие следующие функции: посредническую деятельность, организацию выпуска ценных бумаг и выдачу гарантий по их размещению в пользу третьих лиц; выпуск акций с целью мобилизации денежных средств инвесторов и вложение их в ценные бумаги; различных эмитентов; оказание консультационных услуг по выпуску и обращению ценных бумаг. К ним относятся: финансовые брокеры, инвестиционные компании, инвестиционные консультанты, инвестиционные фонды.

Инвестиционный институт может начать свою деятельность на рынке ценных бумаг только после получения им специальной лицензии в Министерстве финансов Республики Узбекистан на ведение соответствующего вида деятельности. Лицензии могут выдаваться как на отдельные виды деятельности, так и одновременно на два или три следующих вида деятельности: посредник (финансовый брокер), инвестиционный консультант, инвестиционная компания. Объединение деятельности в качестве инвестиционной компании и финансового брокера допускается при условии, что инвестиционная компания осуществляет деятельность в качестве финансового брокера только через фондовую биржу. Никакое физическое или юридическое лицо, за исключением банков, не может осуществлять деятельность на рынке ценных бумаг за счет привлеченных средств или по поручению третьих лиц без лицензии Министерства финансов республики.

Инвестиционный институт не имеет права осуществлять деятельность на рынке ценных бумаг, если в его штате отсутствует специалист, имеющий квалификационный аттестат на право совершения операций с ценными бумагами, выданный Министерством финансов Республики Узбекистан. Правом заключения сделок от имени инвестиционного института обладает только специалист, имеющий соответствующий квалификационный аттестат.

Финансовый брокер - это юридическое лицо, выполняющее посреднические функции при купле-продаже ценных бумаг за счет и по поручению клиента на основании договора комиссии или поручения (не следует путать с "брокерами" физическими лицами). При этом он действует не за свой счет, а за счет и в интересах клиента, заключая сделку при договоре комиссии - от своего имени, а при договоре

поручения - от имени клиента. У нас их обычно называют брокерскими фирмами.

По состоянию на первое августа 1995 года в Узбекистане уже насчитывалось 67 брокерских фирм, имеющих лицензии Минфина Республики Узбекистан, которые часто совмещают и функции инвестиционных консультантов.

Инвестиционная компания - юридическое лицо, действующее на рынке ценных бумаг не за счет клиента, а за свой собственный счет, то есть в отличие от финансового брокера - это дилер.

Инвестиционная компания организует выпуск ценных бумаг, выдает гарантии по их размещению в пользу третьих лиц, вкладывает средства в ценные бумаги, занимается куплей-продажей ценных бумаг от своего имени и за свой счет, в том числе путем котировки ценных бумаг (объявления на определенные ценные бумаги "цены продавца" и "цены покупателя", по которым инвестиционная компания обязуется их продавать и покупать). Инвестиционные компании должны формировать свои ресурсы только за счет собственных средств (средств учредителей) и эмиссии собственных ценных бумаг, реализуемых юридическим лицам. Они не имеют права формировать свои привлеченные ресурсы за счет средств населения.

Следует сказать, что в России и других странах СНГ на практике произошла своеобразная подмена понятий: то, что мы называем инвестиционной компанией, в американской практике является инвестиционным банком; то, что мы называем инвестиционным фондом, в практике США и других западных странах, считается инвестиционной компанией.

В Узбекистане по состоянию на первое августа 1995 г. Министерством финансов зарегистрированы 22 инвестиционные компании, работающие в различных регионах республики.

Специфика фондового рынка заключается в том, что он только начал формироваться. Поэтому чтобы добиться успеха, компания должна не просто работать на рынке, но и формировать его.

На первоначальном этапе основная задача инвестиционной компании - создание сети клиентов и партнеров для проведения в дальнейшем фондовых операций. Основной инвестиционный поток как сейчас, так и в ближайшие годы будет связан с приватизацией государственной собственности. Компания должна активно действовать на рынке приватизационных услуг, предоставляя их полный цикл: от методической помощи до подготовки эмиссионного проспекта первичного размещения акций. Инвестиционная компания также приобретает акции приватизируемых предприятий за счет собственных средств.

После первичного размещения ценных бумаг своих клиентов компания должна будет приступить к созданию и ведению их вторичного рынка, то есть действовать в качестве дилера (специалиста).

Для этого используется собственный запас соответствующих ценных бумаг, накопленный на предыдущем этапе. Компания постоянно корректирует свой портфель ценных бумаг путем операций на открытом рынке.

Выбор инвестиционных объектов осуществляется с использованием методов портфельного анализа и ценообразования на капитальные активы. Необходим индивидуальный подход к каждому инвестиционному объекту с привлечением высокопрофессиональных отраслевых специалистов.

Приоритет, отдаваемый наиболее перспективным проектам, по оценке экспертов компании, отраслям и предприятиям, должен сочетаться с достаточной диверсификацией капиталовложений.

Инвестиционным консультантом может быть как юридическое (консалтинговая фирма), так и физическое лицо, предоставляющее консультационные услуги по поводу выпуска и обращения ценных бумаг. В основе его деятельности - договор подряда или договор на создание научно-технической продукции.

Обычно инвестиционные консультанты выполняют следующие виды работ: анализ рынка ценных бумаг (экспертиза конкретных сделок, изучение и прогнозирование конъюнктуры); правовое консультирование; разработка методической, нормативной документации по операциям с ценными бумагами, подготовка и организационно-методическое обеспечение эмиссии ценных бумаг; оценка ценных бумаг; оценка портфеля, разработка общей портфельной стратегии, консультирование текущего портфельного управления; информационное обслуживание.

В настоящее время большинство брокерских фирм и инвестиционных компаний совмещают функции и инвестиционных консультантов.

По мере развития в республике рынка ценных бумаг возрастут и потребности в услугах этого института. Особенно таких как оценка ценных бумаг, консультирование текущего портфельного управления, экспертиза сделок, прогнозирование конъюнктуры рынка ценных бумаг.

Инвестиционный фонд (ИФ) - юридическое лицо, управляющее коллективными инвестициями многих владельцев капитала. Инвестиционные фонды - один из важнейших видов финансовых учреждений развитой кредитной системы.

Мировая практика показывает, что потребность в инвестиционных фондах возникает при возможности и необходимости аккумулировать множество мелких капиталов, обладатели которых не хотят или не умеют самостоятельно управлять ими, доверяя это управление специализированной команде профессионалов. За свои капиталы мелкие инвесторы получают от инвестиционного фонда его акции, приносящие им дивиденд при условии успешной его деятельности.

Основная деятельность инвестиционного фонда - выпуск собственных акций и вложение мобилизованных таким образом средств в другие ценные бумаги, приносящие доход в виде процента и повышения их курсовой стоимости. Обычно на практике инвестиционные фонды принимают средства многих мелких инвесторов, объединяя их и инвестируя в крупные пакеты акций. Тем самым ИФ минимизирует инвестиционный риск своих акционеров.

Именно это позволило в странах Восточной Европы и в СНГ активно использовать инвестиционные фонды в процессе приватизации как для аккумулирования приватизационных чеков, так и мелких сбережений населения и вложения их в крупные портфели акций приватизируемых предприятий. Создание инвестиционных фондов - один из путей активного участия мелких инвесторов в приватизационном процессе.

Основными функциями ИФ являются диверсификация инвестиций и управление портфелем инвестиций. Портфель инвестиций ИФ включает в себя, как правило, ценные бумаги большого количества различных эмитентов. При этом в соответствии с ситуацией на рынке ИФ осуществляет постоянную куплю и продажу ценных бумаг, перераспределяя капиталы в наиболее перспективные отрасли и предприятия. ИФ обеспечивают такой уровень диверсификации и управления инвестициями, который не в состоянии обеспечить отдельно взятый индивидуальный инвестор, поскольку это требует специальных знаний, высокой информированности и непрерывного анализа состояния институциональных рынков.

Рыночная стоимость акции ИФ соответствует чистой (за вычетом обязательств) рыночной стоимости всех вложений (активов) фонда, разделенной на количество акций его собственного выпуска. Иначе говоря, если растет стоимость ценных бумаг, которыми владеет ИФ, то растет стоимость акций самого ИФ, и наоборот.

Инвестиционные фонды могут быть открытого и закрытого типа. Фонды закрытого типа не обязаны выкупать свои акции у их обладателей, фонды открытого типа выкупают их по первому требованию.

Первоначально на Западе ИФ формировались как закрытые. Портфель ценных бумаг такого ИФ формируется один раз, в соответствии с ним выпускается определенное число акций. Акции первичной эмиссии, как во всякой корпорации, распределяются только среди учредителей.

В дальнейшем проводятся дополнительные эмиссии для привлечения сторонних акционеров, но это происходит после полного размещения акций предыдущего выпуска. В промежутках между эмиссиями число акций постоянно, но состав акционеров может непрерывно меняться. Они могут обращаться на бирже и продаваться и

покупаться на внебиржевом рынке, но не могут быть сданы инвесторами самому фонду по их рыночной стоимости.

Открытой (т.е. с нефиксированным капиталом) ИФ ведет постоянную эмиссию акций, на что он имеет специальную лицензию от регулирующего органа. Количество акционеров в этих фондах колеблется. Такие фонды называют также взаимными.

Акции этих ИФ называются "выкупными", или "возвратными", они не котируются на бирже, а погашаются в самих ИФ. Эти акции представляют собой притязания на долю принадлежащего фонду портфеля ценных бумаг. Это означает, что если инвестор хочет продать свою акцию в фонде открытого типа, то он получает соответствующую долю стоимости портфеля на момент продажи. Цена акции ИФ ежедневно или еженедельно определяется путем деления суммы ценных бумаг в портфеле ИФ по их рыночной стоимости плюс прочие активы минус пассивы на общее число акций. Чтобы иметь возможность выкупить свои акции открытые ИФ всегда должны иметь запас ликвидных средств. В настоящее время на Западе открытые ИФ гораздо популярнее закрытых ИФ, ввиду более высокой ликвидности их акций.

Акционеры ИФ, как и у обычного акционерного общества, пользуются правом голоса и правом на информацию. Все выпущенные акции дают их владельцам равные права.

Каждый акционер фонда имеет право присутствовать на собраниях акционеров персонально или через уполномоченного представителя и вносить предложения для обсуждения в соответствии с уставом фонда.

Каждая акция дает акционеру право одного голоса на всех собраниях акционеров и наравне с другими акциями - право на получение дивидендов и соответствующей части имущества фонда при его ликвидации.

В случае ликвидации фонда его имущество, оставшееся после удовлетворения претензий кредиторов, будет распределяться между держателями акций в соответствии с их долей акций в уставном капитале фонда.

В странах с развитой рыночной экономикой преобладают частные инвестиционные фонды.

Напротив, в странах Восточной Европы и СНГ, где сейчас дефицит и свободных капиталов и специалистов, государство вынуждено активно участвовать в создании и функционировании таких фондов. На инвестиционные фонды возлагаются надежды как на инструмент ускорения приватизации государственной собственности.

В конце 1994 г. в нашей республике был создан Национальный инвестиционный фонд приватизации. Одним из учредителей фонда является Госкомимущество Республики Узбекистан.

Основными задачами инвестиционного фонда являются мобилизация средств множества инвесторов и вложение их от имени

фонда в пакеты акций приватизируемых предприятий, другие ценные бумаги и вклады.

В первом полугодии 1995 года фонд осуществил две эмиссии своих акций на сумму 4 млн. сум и 10 млн. сум. Первая эмиссия была полностью размещена к концу апреля 1995 г. среди учредителей и населения республики. Акции второй эмиссии, произведенной в июне 1995г. предполагается разместить среди населения в течение нескольких месяцев.

К первому августа 1995 года инвестиционный фонд уже создал 10 своих филиалов в различных областях республики.

При Национальном инвестиционном фонде и его филиалах созданы 13 фондовых магазинов. Сеть филиалов фонда и фондовых магазинов будет расширяться.

Особенность Национального инвестиционного фонда приватизации (ввиду того, что он является взаимным) - возможность постоянного увеличения уставного капитала путем размещения новых эмиссий и за счет вырученных средств от реализации собственных акций формирование "портфеля" , состоящего из ценных бумаг множества эмитентов. Практически на начало августа 1995 г. в своем активе фонд имел акции более чем 50 предприятий республики различных отраслей.

Менеджеры инвестиционного фонда предлагают разные стратегии доходности для клиентов. Например, инвестор может ежегодно получать дивиденды, либо, приобретая акции, через некоторое время сдавать их обратно, получая доход за счет разницы между курсом продажи и курсом покупки.

Фондовая биржа

Одним из основных элементов инфраструктуры рынка ценных бумаг является фондовая биржа. Фондовая биржа, это организованный рынок для торговли стандартными финансовыми инструментами (акциями, облигациями, векселями, сертификатами и т.д.), создаваемая профессиональными участниками рынка ценных бумаг для взаимных оптовых операций.

Функциональная структура фондовой биржи определяется лежащими в основании ее деятельности принципами: а) создание постоянно действующего рынка; б) определение цен; в) распространение информации о финансовых инструментах, их ценах и условиях обращения; г) поддержание профессионализма финансовых посредников; д) выработка правил торговли.

Биржевая торговля ценными бумагами ведется по определенным правилам. Основные из них следующие:

1. Купля-продажа ценных бумаг на бирже осуществляется только посредниками. Ими могут быть физические лица (дилеры) или

юридические лица - банки, инвестиционные компании, брокерские фирмы. По их доверенности действуют посредники (брокеры, дилеры). Последние либо выполняют переданный им заказ на приобретение (продажу) ценных бумаг от клиента, либо покупают ценные бумаги за свой счет для последующей перепродажи.

2. На фондовую биржу не надо доставлять ценные бумаги. Существование ценных бумаг подтверждает сертификат - документ, характеризующий их количество и качество.

3. На фондовой бирже продают не какое угодно количество ценных бумаг: торговля ведется здесь лотами, то есть какими-либо общепринятыми количествами. Иначе говоря, фондовая биржа - форма оптовой торговли.

4. На фондовой бирже продают ценные бумаги, которые включены в котировочный список"лист". Процедура включения акций в этот список называется листингом. Листинг - процедура допуска ценных бумаг на биржу.

5. Цены на фондовой бирже устанавливаются гласно, о них постоянно извещают имеющиеся в зале табло. Все участники биржевых операций находятся в одинаковых условиях, подчиняясь принятым биржевым правилам "честного" и "организованного" рынка.

Итак, с одной стороны есть эмитенты или предприниматели, которые не хотят или не могут сами заниматься продажей своих ценных бумаг, а с другой стороны, существуют люди, готовые за определенную плату взять на себя функции реализации; и , наконец, есть компании или частные лица нуждающиеся в этих ценных бумагах. Местом, где пересекаются интересы всех сторон и служит биржа.

Сама по себе биржа ничего не продает и ничего не покупает, а лишь вырабатывает правила и создает условия для такого вида оптовой торговли.

Биржа - это прежде всего торговый зал, в котором брокеры исполняют заказы на куплю-продажу ценных бумаг. Для того чтобы иметь своих брокеров на бирже инвестиционные институты должны стать ее членами, купив себе "место". Приобрести "место" значит получить право на торговлю и иметь в торговом зале биржи своего брокера и совершать операции с любыми ценными бумагами, внесенными в биржевой список.

"Место" является товаром и следовательно владелец может продать его, но разумеется с утратой права работать на бирже. Правила биржи позволяют присутствовать в зале от каждой брокерской конторы фиксированному числу брокеров и нескольким помощникам, не имеющим права заключать сделки.

На фондовой бирже совершаются сделки по купле-продаже ценных бумаг. Инициатором сделки является инвестор. Он излагает брокерской компании (как правило по телефону или в непосредственном контакте) условия своего заказа. Речь идет прежде

всего о трех основных пунктах: цене, количестве и сроках исполнения заказа. Поручение клиента оформляется в виде договора, в котором указывается также размер вознаграждения брокера. После этого представитель брокерской фирмы через своего агента передает условия заказа непосредственному исполнителю-брокеру, находящемуся в биржевом зале. Исполнителем заказа может быть и дилер. Если биржевой брокер выполнил заказ, сделка регистрируется на бирже, клиент получает уведомление о совершенной операции, а также счет.

Биржи представляют собой неприбыльные ассоциации, основными статьями их дохода являются:

- налог на сделку, взимаемый с участников сделки за каждый заказ исполненный в торговом зале;
- плата компаний за включение их акций в биржевой список;
- ежегодные взносы компаний, расходуемые биржей на поддержание их листинга в хорошем состоянии;
- плата компаний за изменения в листинге в связи, например, с изменениями в структуре капитала;
- вступительные взносы членов биржи;
- продажа "мест" и др.

Управление, разработку и осуществление политики биржи проводит правление или совет биржи.Каждая биржа имеет свою организационную структуру. Например, Республиканская фондовая биржа "Тошкент" имеет следующую структуру.

Руководящим органом является Правление биржи. Правление биржи возглавляет Председатель правления. При фондовой бирже работает экспертная, квалификационная, котировальная комиссия,маклериат и юрисконсульт.

Экспертная комиссия осуществляет экспертизу ценных бумаг эмитентов и санкционирует их допуск к котировке и биржевым торгам. Экспертиза проводится на основании бухгалтерских и финансовых отчетов эмитента, по специальной методике расчетов на компьютере. По результатам анализа принимается решение о включении или не включении акций данного эмитента в листинг.

Квалификационная комиссия определяет квалификацию брокеров и возможность допуска их к операциям с ценными бумагами.

Котировальная комиссия устанавливает цены на ценные бумаги реализуемые на бирже в день торгов.

Маклериат осуществляет прием заявок от финансовых брокеров на продажу и покупку ценных бумаг, организовывает и проводит биржевые торги, документально оформляет совершившиеся сделки.

Юрисконсульт решает конфликтные споры по операциям с ценными бумагами.

Полномочный представитель Министерства финансов Республики Узбекистан осуществляет надзор за соблюдением в ходе биржевой деятельности требований законодательства и устава биржи.

В случае нарушения законодательства и неэтичного поведения участников рынка он может принимать следующие меры:

приостанавливать или ограничивать эмиссию и обращение ценных бумаг;

приостанавливать или аннулировать лицензию;

вносить ходатайство в судебные органы и др.

Как правило торги на бирже проводятся в определенные сроки и по определенной схеме. Фондовая биржа это аукцион.

Торги на бирже могут вестись голосом (тогда выкрикиваются данные о предлагаемых ценных бумагах, их цене) или с помощью электронной системы через терминалы.

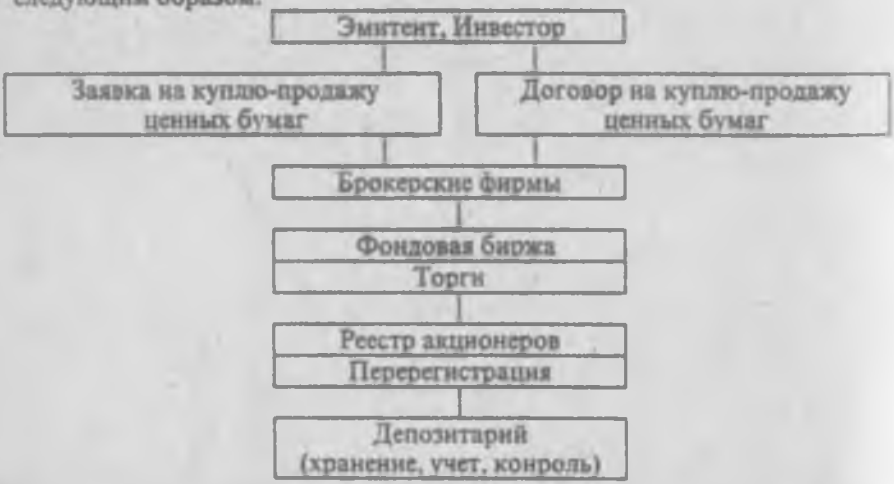
На Республиканской фондовой бирже "Тошкент" торги в настоящее время ведутся первым способом. Однако в мировой практике в основном торговля ценными бумагами на централизованном рынке осуществляется электронной системой, через терминалы, установленные в брокерских фирмах и связанные с центральным компьютером.

Электронная система торговли имеет три независимых, но взаимоувязанных подсистемы - это центральная система, в которую вводятся данные из системы ориентации заказов, а она в свою очередь имеет выход в компьютеризованную систему распространяющую ключевую информацию о рынке ценных бумаг.

Все заказы поступают в центральную электронную систему от посреднических фирм, действующих по поручению клиентов или самостоятельно.

После завершения этапа торговли и подписания договора на куплю-продажу ценных бумаг происходит процесс переоформления прав собственности в реестре акционеров.

Схема сделки по купле-продаже ценных бумаг выглядит следующим образом:



Специализированные организации по хранению и учету ценных бумаг (депозитарии)

Современный подход к осуществлению функции хранения фондовых ценностей состоит в ее централизации в специализированных организациях - депозитариях. Централизованное хранение удешевляет издержки обслуживания оборота ценных бумаг, упрощает и ускоряет учет. При наличии централизованного депозитария отпадает необходимость сопровождать сделки по купле-продаже бумаг физическим перемещением сертификатов. Основные функции депозитария - оказание услуг по хранению сертификатов ценных бумаг и (или) учету прав на ценные бумаги.

Лицо, пользующееся услугами депозитария по хранению и учету прав на ценные бумаги, именуется депонентом.

Договор между депозитарием и депонентом, регулирующий их отношения по поводу депозитарной деятельности, именуется депозитарным договором (договором о счете депо). Депозитарный договор должен быть заключен в письменной форме.

Договор является концессуальным. При его заключении от депонента не требуется немедленного депонирования каких-либо ценных бумаг, а открывается внебалансовый счет депо для учета прав депонента на хранение ценных бумаг.

Заключение депозитарного договора не влечет за собой переход к депозитарию прав собственности на ценные бумаги депонента и прав, удостоверенных этими ценными бумагами. Депозитарий не имеет права распоряжаться ценными бумагами депонента, если он не уполномочен на это другими договорами с этим лицом. Депозитарий не имеет право обуславливать заключение депозитарного договора с депонентом отказом последнего хотя бы от одного из прав, составляющих ценную бумагу.

Депозитарную деятельность могут осуществлять только юридические лица - банки, фондовые биржи (фондовые отделы бирж), ин-вестиционные институты (кроме инвестиционных консультантов, инвестиционных фондов), специализированные депозитарии, осуществляющие депозитарную деятельность как исключительную.

Всю работу депозитария можно условно разделить на две части:

внутренняя - прием депонентов, осуществление проводок по счетам, регистрация сделок, оповещение депонентов, выплата доходов по ценным бумагам и т.п.;

внешняя - трансфер-агентские операции, перерегистрация в реестре с акционера на депозитарий (номинальный держатель) и, наоборот, получение информации от эмитента (регистратора) и передача информации эмитенту.

Два основных показателя деятельности депозитария - количество обслуживаемых счетов депо и зарегистрированных в депозитарии выпусков ценных бумаг.

За операции со счетами "депо" взимается плата с клиента в соответствии с принятыми расценками депозитария, которая поступает на расчетный счет через кассу депозитария.

В апреле 1994 года в Узбекистане был создан Национальный депозитарий АО "Вакт" в качестве акционерного общества открытого типа.

Учредителями национального депозитария являются Госкомимущество РУз, АО "Узфининвест", Республиканская фондовая биржа "Тошкент", САМГУ "Гранит". В числе акционеров АО "Вакт" акционерный коммерческий банк "Турон", Российский депозитарий "Ринако", другие юридические и физические лица.

Основными функциями Национального депозитария являются обеспечение учета, хранения и передвижения ценных бумаг имеющих обращение на территории Республики Узбекистан.

Национальный депозитарий осуществляет:

- учет всех выпусков ценных бумаг имеющих обращение на рынке;
- ведение реестров акционеров в едином технологическом режиме;
- оформление выпуска ценных бумаг в безналичной форме;
- стопроцентную гарантию защиты от подделки и утраты при размещении эмиссии ценных бумаг в безналичной форме;
- выполнение поручений по реализации прав, вытекающих из владения ценными бумагами (продажа, дарение, залог, наследование);
- учет использования квот допуска к обращению на территории Республики Узбекистан ценных бумаг, выпущенных или предполагаемых к выпуску эмитентами за пределами республики;
- учет использования квот допуска к обращению вне территории Республики Узбекистан ценных бумаг, выпущенных или предполагаемых к выпуску эмитентами, находящимися под юрисдикцией Респуб-лики Узбекистан;

Национальный депозитарий в настоящее время проводит работу по созданию:

- системы электронной почты;
- системы электронной подписи и криптозащиты в глобальных компьютерных сетях;
- системы электронного обмена данными с помощью электронных форм;
- пользовательских абонентных мест;
- электронных почтамтов;

Национальный депозитарий имеет корреспондентские отношения с крупнейшим Депозитарием России "Ринако".

С целью ускорения обращения акций акционерных обществ на фондовом рынке республики и вовлечения средств населения в процессы приватизации Национальным депозитарием разработана программа опционной торговли государственной собственностью на конкурсной основе.

В целях создания благоприятных условий акционерным обществам и акционерам в размещении эмиссии и переводов по счетам Национальным депозитарием открыты филиалы или регистрационные пункты во всех областях республики и Республике Каракалпакстан.

Статус и место коммерческих банков на рынке ценных бумаг

С развитием рынка ценных бумаг в нашей республике коммерческие банки становятся одними из активных его участников. Это уже проявляется в эмиссионной активности банков в части выпуска различных видов ценных бумаг: акций, депозитных и сберегательных сертификатов, векселей. Банки осуществляют операции по купле-продаже ценных бумаг на фондовом рынке. Разворачивается депозитарная, трансфертагентская деятельность банков, осваиваются трастовые операции.

Возрастанию роли коммерческих банков на рынке ценных бумаг способствует ряд предпосылок.

Законодательство Республики Узбекистан допускает участие коммерческих банков в совершении любых видов операций с ценными бумагами. В соответствии с республиканским Законом "О банках и банковской деятельности" банкам разрешено: а) выпускать, покупать, продавать и хранить ценные бумаги, осуществлять иные операции с ними; б) управлять ценными бумагами по поручению клиента (доверительные операции); в) оказывать брокерские и консультационные услуги; г) осуществлять расчеты по поручению клиентов (в том числе по операциям с ценными бумагами). Указанные виды деятельности охватывают весь круг возможных операций с ценными бумагами за собственный счет и по поручению клиента. Специальной лицензии на их осуществление не требуется, банк правомочен их производить в пределах общей банковской лицензии.

Вместе с тем Центральный банк Республики Узбекистан обладает правом устанавливать некоторые количественные ограничения на указанные операции коммерческих банков в виде экономических нормативов: ограничений размеров курсового риска; ограничений использования привлеченных депозитов для приобретения акций юридических лиц.

Высокая доходность традиционных банковских операций позволяет банкам отвлекать финансовые ресурсы не только на освоение

новых видов банковских услуг, но и на финансирование проектов, связанных с формированием инфраструктуры фондового рынка.

Созданный банками организационно-технический потенциал, широкая сеть клиентуры делают их дееспособными участниками рынка ценных бумаг.

Накопленный некоторыми коммерческими банками опыт собственной эмиссионной деятельности и купли-продажи за свой счет различных ценных бумаг несобственной эмиссии, выполнения брокерских операций по поручению клиентов на комиссионной основе, и предоставления услуг по хранению, учету и расчетам за ценные бумаги усиливает их позиции на фондовом рынке.

В роли эмитентов коммерческие банки выступают когда осуществляют выпуск собственных акций с целью увеличения уставного капитала. Увеличение уставного капитала непосредственно влияет на рост собственных средств, возрастанию их удельного веса в совокупном капитале банка, что способствует повышению его устойчивости и надежности, улучшению показателей финансового состояния.

В соответствии с Постановлением Кабинета Министров Республики Узбекистан от 2 июня 1995 года "О применении векселей в народном хозяйстве Республики Узбекистан" банки республики приступили к внедрению вексельного обращения. Внедрение векселей в определенной степени позволит снять вопрос о взаимных неплатежах, а это, в свою очередь, будет способствовать снижению денежной эмиссии, и станет барьером на пути к инфляции.

Банковский вексель имеет все свойства сертификата. Неоспоримое его преимущество состоит в том, что он может служить средством расчетов за товары и услуги, более оперативно, чем традиционные банковские инструменты безналичных расчетов. При обращении безналичных денежных средств происходит их инфляционное обесценение. По векселю за весь период его обращения начисляются проценты.

Эффективность выпуска векселей и операций с ними во многом предопределяется тем, насколько успешно будет реализовываться ими функция средств расчетов.

Банк, решившийся на вексельную эмиссию, должен иметь широкую сеть филиалов или корреспондентских отношений с другими банками чтобы обеспечить минимально сжатые сроки учета и погашения векселей. В организационном аспекте важно создание эмиссионных синдикатов, позволяющих включать в работу банковские структуры не только Республики Узбекистан, но и других стран СНГ.

Работа банков с ценными бумагами собственной эмиссии открывает для них еще одну рыночную "нишу" в сфере банковских услуг. Это - услуги по подготовке и размещению выпусков ценных бумаг их акционеров и клиентов, а со временем - и по управлению акционерным капиталом через вторичный рынок.

Реализация подобных услуг является дополнением к собственной эмиссионной деятельности и может осуществляться только теми банками, которые обладают опытом работы на фондовом рынке и налаженным организационным механизмом фондовых операций (широкой дилерско-брокерской сетью, местами на бирже и т.п.).

С целью получения дополнительных доходов коммерческие банки на рынке ценных бумаг выступают и в роли инвесторов осуществляя, покупку-продажу ценных бумаг за свой счет. Такие операции служат средством формирования доходных активов, обладающих хорошей ликвидностью.

Банки являются центрами расчетно-кассового обслуживания клиентов, поэтому они обладают наилучшими условиями для осуществления трейдерских операций (купля-продажа ценных бумаг за свой счет). Торговля ценными бумагами пока еще не может занимать важное место в банковском обороте, так как в силу слабости фондового рынка довольно рискованна и не способна приносить больших прибылей, и в то же время требует крупных затрат, связанных с созданием дилерской сети, рекламой, налаживанием каналов информации, обеспечивающих оперативный контроль за фондовым рынком.

Затруднительно для наших банков пока развитие трастовых операций, включающих доверительное управление портфелями ценных бумаг клиентов. Необходимым условием развития трастовых операций служит освоение депозитарного и трансфертагентского обслуживания ценных бумаг клиентов.

Объективно банки являются наиболее приспособленными для осуществления депозитарных функций, и спрос на депозитарную деятельность будет возрастать с развитием фондового рынка, появление большого числа инвестиционных фондов.

Кроме хранения в бумажном и безбумажном виде ценных бумаг, ведения их учета, депозитарные услуги предполагают начисление, инкассирование и выплату доходов владельцам ценных бумаг, прием и передачу междепозитарных сообщений об их передвижении в связи со сменой собственника. Однако существующая в республике система межбанковских расчетов еще не способна обеспечить оперативность осуществления этих функций.

Ускорение взаиморасчетов участников фондового рынка, а в операциях с ценными бумагами, это очень важно, возможно только на основе применения систем компьютерной телекоммуникационной связи. Поэтому создание коммуникационных систем актуально для банков в первую очередь, как для ускорения традиционных банковских расчетов, обеспечивающих денежное обращение, так и освоения банками фондовых операций.

Глава 3. Справочный раздел

Основные законодательно-нормативные документы, регулирующие рынок ценных бумаг Республики Узбекистан

Закон Республики Узбекистан "О ценных бумагах и фондовой бирже"

Настоящий Закон определяет условия и порядок выпуска и обращения ценных бумаг, регулирования деятельности участников рынка ценных бумаг, а также принципы организации и деятельности фондовых бирж в целях содействия развитию экономики Республики Узбекистан.

Глава I. Общие положения
Глава II. Государственная регистрация, выпуск в обращение ценных бумаг
Глава III. Фондовая биржа
Глава IV. Заключительные положения
Глава I. Общие положения
Статья 1. Понятие ценных бумаг
Статья 2. Законодательство о ценных бумагах и фондовой бирже
Статья 3. Виды ценных бумаг
Статья 4. Акции
Статья 5. Облигации
Статья 6. Казначейские обязательства
Статья 7. Депозитные сертификаты.
Статья 8. Векселя.

Статья 1. Понятие ценных бумаг

Ценные бумаги - денежные документы, удостоверяющие имущественные права или отношения займа между выпустившим их лицом и их владельцем, предусматривающие выплату дохода в виде дивидендов или процентов в возможность передачи прав, вытекающих из этих документов, другим лица.

Ценные бумаги могут иметь форму бланков сертификатов или записей на счетах и использоваться для проведения расчетов, а также в качестве залога по кредитам. Ценные бумаги распространяются среди юридических и физических лиц на добровольных началах. Независимо от формы внесенного вклада стоимость ценных бумаг выражается и оплачивается в денежной единице Республики Узбекистан, а в случаях,

предусмотренных условиями их выпуска, оплачивается в иностранной валюте (по акциям и путем передачи имущества).

Статья 2. Законодательство о ценных бумагах и фондовой бирже

Отношения, связанные с выпуском и обращением ценных бумаг, деятельностью участников рынка ценных бумаг, регулируются настоящим Законом и иным законодательством Республики Узбекистан.

Статья 3. Виды ценных бумаг

Действие настоящего Закона распространяется на следующие виды ценных бумаг:

акции;

облигации;

казначейские обязательства;

депозитные сертификаты;

векселя.

Реквизиты акций, облигаций и казначейских обязательств определяются Министерством финансов Республики Узбекистан, а депозитных сертификатов и векселей - Центральным банком Республики Узбекистан.

Ценные бумаги могут быть именными и на предъявителя.

Ценные бумаги являются именными, если для реализации имущественных прав, связанных с их владением, необходима регистрация имени владельца эмитентом или по его поручению - организацией, осуществляющей профессиональную деятельность по ценным бумагам. Передача именной ценной бумаги от одного владельца к другому отражается изменением соответствующих записей в учете.

Ценные бумаги считаются документами на предъявителя, если для реализации имущественных прав, связанных с их владением, достаточно предъявления ценной бумаги. Ценные бумаги на предъявителя обращаются свободно.

Статья 4. Акции

Акции - ценная бумага без установленного срока действия, удостоверяющая внесение юридическим или физическим лицом определенного вклада в уставный фонд акционерного общества, подтверждающая участие ее владельца в собственности данного общества и дающая ему право на получение дивиденда и, как правило, на участие в управлении этим обществом.

Решение о выпуске акции принимается учредителями акционерного общества или общим собранием акционеров. Купленная акция не может быть реализована выпустившему ее акционерному обществу, если это не предусмотрено уставом общества.

Статья 5. Облигации

Облигации - ценная бумага, удостоверяющая ее владельцем денежных средств и подтверждающая обязательство возместить ему номинальную стоимость ценной бумаги в предусмотренный в ней срок с

выплатой фиксированного процента (если иное не предусмотрено условиями выпуска).

Выпускаются облигации следующих видов; облигации внутренних республиканских и местных займов; облигации предприятий. Облигации могут выпускаться обыкновенными и выигрышными, процентными и беспроцентными (целевыми), свободно обращающимися или с ограниченным кругом обращения. Обязательным реквизитом целевых облигаций является указание товара (услуг), под который они выпущены.

Облигации внутренних республиканских и местных займов выпускаются на предъявителя. Решение о выпуске облигации внутренних республиканских и местных займов принимается соответственно Кабинетом Министров Республики Узбекистан и местными органами государственной власти. В решении должны определяться эмитент, условия выпуска и порядок размещения облигаций.

Облигации предприятий могут выпускаться предприятиями всех форм собственности. Облигации не дают их владельцам права на участие в управлении предприятием.

Решение о выпуске облигаций предприятий и акционерных обществ принимаются соответственно администрацией и исполнительным органом (правлением) и оформляется протоколом.

Выпуск облигаций предприятий для формирования и пополнения уставного фонда эмитентов, а также для покрытия убытков, связанных с их хозяйственной деятельностью, не допускается.

Акционерные общества могут выпускать облигации на сумму не более 20 процентов от размера уставного фонда и лишь после полной оплаты всех выпущенных акций.

Размер суммы выпуска облигаций по предприятиям других форм собственности определяется Министерством финансов Республики Узбекистан.

Статья 6. Казначейские обязательства

Казначейские обязательства Республики Узбекистан - вид ценных бумаг на предъявителя, удостоверяющих внесение их владельцами денежных средств в бюджет и дающих право на получение фиксированного дохода в течение всего срока владения этими ценными бумагами.

Выпускаются следующие виды казначейских обязательств:

долгосрочные - на срок от 5 и более лет;

среднесрочные - от 1 года до 5 лет;

краткосрочные - до 1 года.

Решение о выпуске долгосрочных и среднесрочных казначейских обязательств принимается Кабинетом Министров Республики Узбекистан.

Решение о выпуске краткосрочных казначейских обязательств принимается Министерством финансов Республики Узбекистан. В решении о выпуске казначейских обязательств определяются условия выплаты доходов и погашения обязательств.

Статья 7. Депозитные сертификаты

Депозитный сертификат - это свидетельство банка-эмитента о вкладе денежных средств, удостоверяющее право вкладчика и его правоприемника на получение по истечении установленного срока суммы вклада и процентов по нему.

Правило выпуска и регистрации депозитных сертификатов определяются Центральным банком Республики Узбекистан.

Статья 8. Векселя

Вексель - это ценная бумага удостоверяющая безусловное обязательство векселедателя уплатить по наступлении указанного в ней срока определенную сумму денег владельцу векселя (векселедержателю).

Векселя подразделяются на казначейские и коммерческие, на простые и переводные.

Правила выпуска и регистрации векселей определяются Центральным банком Республики Узбекистан совместно с Министерством финансов Республики Узбекистан.

Глава II. Государственная регистрация, выпуск в обращение ценных бумаг

Статья 9. Обращение ценных бумаг
Статья 10. Эмиссия ценных бумаг
Статья 11. Информация об эмиссии
Статья 12. Информация о деятельности эмитента
Статья 13. Виды эмиссии
Статья 14. Гербовый сбор и государственная пошлина
Статья 15. Распространение ценных бумаг
Статья 16. Участники рынка ценных бумаг

Статья 9. Обращение ценных бумаг

Под обращением ценных бумаг понимаются их купля и продажа, а также другие действия, предусмотренные законодательством РУ, приводящие к смене владельца ценных бумаг.

Правила выпуска ценных бумаг в обращение (кроме депозитных сертификатов и векселей) на территории Республики Узбекистан и их регистрация утверждаются Министерством финансов Республики Узбекистан.

К выпуску и обращению на территории Республики Узбекистан допускаются только те ценные бумаги, которые прошли государственную регистрацию и получили в установленном порядке регистрационный номер. Выпуск ценных бумаг, не прошедших государственную регистрацию, является незаконным, влечет за собой

изъятия у владельца ценных бумаг и выручки от их продажи и возвращение ее ин весторам с учетом компенсации упущенной выгоды.

Приобретение 35 или более процентов акций какого-либо эмитента или акций, обеспечивающих более 50 процентов голосов акционеров, одним лицом или группой лиц, контролирующих имущество друг друга, требует предварительного согласия органа, уполномоченного осуществлять антимонопольную политику Республики Узбекистан. Нарушение данного требования является основанием для признания сделок недействительными. Орган, уполномоченный осуществлять антимонопольную политику Республики Узбекистан, определяет порядок и правило признания субъектов контролирующими имущество друг друга.

Ценные бумаги могут доверяться их владельцам на хранение в специализированные учреждения, имеющие компьютерные телекоммуникационные системы для их безналичного учета и реализации (депозитарии).

Кабинет Министров Республики Узбекистан устанавливает общие правила, ежегодные квоты и порядок допуска в обращение на территории Республики Узбекистан ценных бумаг, выпущенных эмитентами, находящимися за пределами республики. Кабинет Министров Республики Узбекистан вправе устанавливать ежегодные квоты и порядок допуска к обращению вне территории Республики Узбекистан ценных бумаг, выпущенных или предполагаемых к выпуску эмитентами, находящимися под юрисдикцией Республики Узбекистан, с учетом обязательств Республики Узбекистан по межгосударственным соглашениям.

Министерство финансов Республики Узбекистан ведет Единый государственный реестр зарегистрированных в республике ценных бумаг и регулярно публикует их список.

Статья 10. Эмиссия ценных бумаг

Эмиссия ценных бумаг - это выпуск ценных бумаг в обращение путем продажи их первым владельцам (инвесторам) - юридическим и физическим лицам.

Эмиссия осуществляется: при учреждении акционерного общества и размещении акций среди его учредителей;

при увеличении размеров первоначального уставного капитала (фонда) акционерного общества путем выпуска акций;

при привлечении заемного капитала юридическими лицами, государством, органами государственной власти и управления путем выпуска облигаций и иных долговых обязательств.

Статья 11. Информация об эмиссии

Эмитент выпуска, а также инвестиционные институты, производящие по соглашению с эмитентом продажу ценных бумаг из первым владельцам, обязаны обеспечить каждому покупателю возможность ознакомления с условиями продажи и проспектом эмиссии

содержит данные о самом эмитенте, предлагаемых к продаже ценных бумаг, процедуре и порядке из выпуска и другую информацию, которая может повлиять на решение о покупке этих ценных бумаг или об отказе от такой покупки.

Порядок выпуска проспекта эмиссии, его регистрации, а также перечень сведений, обязательных для публикации в проспекте эмиссии, устанавливаются Министерством финансов Республики Узбекистан. Для банков перечень сведений, содержащихся в их проспектах эмиссии, определяется Министерством финансов Республики Узбекистан по согласованию с Центральным банком Республики Узбекистан.

Проспект эмиссии ценных бумаг, предлагаемых для открытой подписки, представляется эмитентом органу, регистрирующему ценные бумаги, и после регистрации подлежит обязательному опубликованию в печати, а также в специальном издании фондовой биржи не менее, чем за 10 дней до начала подписки на эти ценные бумаги. В случае возникновения каких-либо изменений предприятий, предлагаемых для открытой продажи, эмитент ценных бумаг должен опубликовать сообщение о происшедших изменениях до начала подписки на эти ценные бумаги.

Регистрирующий финансовый орган имеет право в случае обнаружения недостоверных данных в опубликованной информации о выпуске акций, облигаций предприятий приостанавливать из размещение до того времени, пока эмитент этих ценных бумаг не внесет в нее соответствующие изменения. Ответственность за достоверность сведений в проспекте эмиссии, представляемых для регистрации проспектов эмиссии об их выпуске запрещается.

Статья 12. Информация о деятельности эмитента

Эмитент обязан не менее одного раза в год информировать общественность о своем хозяйственно-финансовом состоянии и результатах деятельности (в дальнейшем - годовой отчет). Годовой отчет публикуется не позднее 1 апреля следующего за отчетным года и направляется держателям именных акций и регистрирующему финансовому органу. В годовом отчете должны содержаться следующие данные об эмитенте:

информация о результатах его хозяйственной деятельности за предыдущий год;

удостоверенные аудитором сведения о дополнительно выпущенных ценных бумагах;

- обоснование изменений в персональном составе должностных лиц.

Эмитент обязан в течение двух дней направить регистрирующему финансовому органу, а также опубликовать информацию об изменениях, происшедших в его хозяйственной деятельности и влияющих на стоимость ценных бумаг на стоимость ценных бумаг или размер дохода по ним, а именно:

изменениях прав на ценные бумаги;

изменениях в персональном составе должностных лиц;

аресте банковских счетов эмитента;

начале действий по санированию (осуществлению комплекса мер, направленных на оздоровление финансового состояния эмитента);

реорганизации, приостановлении или прекращении деятельности эмитента;

уничтожении не менее 10 процентов имущества эмитента вследствие чрезвычайных обстоятельств;

предъявлении иска к эмитенту в размере, превышающем 10 процентов имущества эмитента;

получении кредита или эмиссии ценных бумаг в размере, превышающем 50 процентов уставного фонда или суммы стоимости основных и оборотных средств эмитента.

Если акции эмитента котируются на фондовой бирже, он обязан в указанные сроки представить ей данную информацию.

Эмитент в связи с опубликованием недостоверных сведений о нем, которые могут повлиять на стоимость ценных бумаг или размер дохода по ним обязан в течение пяти рабочих дней принять меры по исправлению этих сведений.

Статья 13. Виды эмиссии

Выпуск ценных бумаг в обращение (эмиссия) может осуществляться в следующих видах:

частного размещения без публичного объявления, без проведения рекламной кампании, публикации и регистрации проспекта эмиссии среди заранее известного ограниченного числа инвесторов;

открытой продажи с публикацией и регистрацией случаев проспекта эмиссии среди потенциально не ограниченного числа инвесторов.

Для каждого из перечисленных случаев Министерство финансов Республики Узбекистан устанавливает минимальные и максимальные размеры эмиссии.

Статья 14. Гербовый сбор и государственная пошлина

При регистрации выпуска ценных бумаг и проспектов эмиссии взимается гербовый сбор, а при каждой последующей сделке купли-продажи с каждой из ее сторон - государственная пошлина. Размеры и порядок уплаты сбора и пошлины определяются законодательством Республики Узбекистан. Взимание каких-либо других сборов и пошлин (кроме биржевых) не допускается.

Статья 15. Распространение ценных бумаг

Эмитенты имеют право реализовывать свои ценные бумаги самостоятельно, за комиссионное вознаграждение через банки, инвестиционные компании, финансовых брокеров.

Инвестиционные компании могут по соглашению с эмитентом выступать гарантами и организаторами выпуска ценных бумаг на условиях:

выкупа за свой счет всего выпуска ценных бумаг по фиксированной цене с целью дальнейшей перепродажи другим инвесторам;

выкупа за свой счет недоразмещенной ими среди сторонних инвесторов в течение установленного срока части выпуска ценных бумаг.

Инвестиционные компании и финансовые брокеры могут заключать дистрибьютерские договоры с эмитентами о продаже ценных бумаг от имени эмитента сторонним инвесторам без принятия на себя обязательств по выпуску недораспространенной части выпуска.

Статья 16. Участники рынка ценных бумаг

Участниками рынка ценных бумаг являются эмитенты ценных бумаг, инвесторы и инвестиционные институты.

Эмитент ценных бумаг - юридические лицо или государственный орган, выпускающий ценные бумаги и несущий от своего имени обязательства по ним перед владельцами ценных бумаг.

Инвестор- физическое или юридическое лицо, приобретающее ценные бумаги от своего имени и за свой счет. Иностранные граждане и юридические лица могут выступать на рынке ценных бумаг в Республике Узбекистан в качестве инвесторов в соответствии с законодательством Республики Узбекистан от иностранных инвестициях.

Инвестиционный институт - созданное в соответствии с законодательством Республики Узбекистан юридическое лицо, которое осуществляет свою деятельность с ценными бумагами как основную.

Глава III. Фондовая биржа

Статья 17. Понятие фондовой биржи
Статья 18. Регистрация фондовых бирж
Статья 19. Учредители и члены биржи
Статья 20. Правила биржевых операций
Статья 21. Порядок совершения сделок
Статья 22. Права фондовой биржи
Статья 23. Финансирование деятельности фондовой биржи
Статья 24. Прекращение деятельности фондовой биржи

Статья 17. Понятие фондовой биржи

Фондовая биржа - организация, исключительным предметом деятельности которой является обеспечение необходимых условий нормального обращения ценных бумаг, определение их рыночных цен (цен, отражающих равновесие между спросом и предложением на ценные бумаги) и надлежащее распространение информации высокого уровня профессионализма участников рынка ценных бумаг.

Фондовая биржа в своей деятельности руководствуется законодательством Республики Узбекистан, уставом биржи и внутренними правилами осуществления операции с ценными бумагами.

Статья 18. Регистрация фондовых бирж

Фондовая биржа (фондовый отдел товарно-фондовой или валютной биржи) регистрируется в соответствии с законодательством Республики Узбекистан и получает лицензию на ведение биржевой деятельности с ценными бумагами в Министерстве финансов Республики Узбекистан. Организация, не получившая лицензию на ведение биржевой деятельности с ценными бумагами, не вправе осуществлять такую деятельность.

На товарно-фондовых и валютных биржах могут создаваться фондовые отделы в качестве самостоятельных и несамостоятельных структурных подразделений. Фондовые отделы руководствуются в своей деятельности всеми требованиями, предъявляемыми к фондовым биржам.

Статья 19. Учредители и члены биржи

Учредителями фондовой биржи могут выступать юридические и физические лица, имеющие разрешение (лицензию) на право осуществления операций ценными бумагами.

Членами фондовой биржи (фондового отдела товарно-фондовой или валютной биржи) могут быть юридические и физические лица, в том числе иностранные, которые приобрели на бирже брокерское место. Количество членов фондовой биржи регулируется органами управления биржи. Членами фондовой биржи не имеют права быть органы государственной власти и управления, прокуратуры и суда, их должностные лица и специалисты.

Допуск членов фондовой биржи к торгам осуществляется только при наличии у них лицензии на операции с ценными бумагами и приобретении ими статуса инвестиционного института. Физическое лицо, купившее брокерское место, может быть допущено к торгам только после регистрации его а органах государственной власти на местах и открытия расчетного счета в банке.

Статья 20. Правила биржевых операций

Правила биржевых операций с ценными бумагами утверждаются высшим органом управления биржи.

Правила должны предусматривать:

-принципы торговли ценными бумагами на данной бирже;

-состав участников биржевых торгов и совокупность предъявляемых к ним требований;

-информацию о месте и времени биржевых собраний;

-порядок допуска ценных бумаг к биржевым торгам;

-характеристику биржевых сделок;

-виды поручений (приказов) клиентов брокерам;

-организацию торгов;

-порядок регистрации и оформления сделок;

-образцы используемых при осуществлении операций с ценными бумагами форм договоров, отчетов, заявок, извещений и прочей биржевой документации.

Статья 21. Порядок совершения сделок

Фондовая биржа самостоятельно вырабатывает и утверждает порядок совершения сделок во время биржевых торгов, сверки и расчетов по заключенным сделкам. Фондовые биржи и фондовые отделы действуют на основании положений. внутренних правил совершения сделок с ценными бумагами, устава (положения о фондовом отделе), согласованных с Министерством финансов Республики Узбекистан. Операции на фондовой бирже могут осуществляться только ее членами.

Статья 22. Права фондовой биржи

Фондовая биржа вправе устанавливать минимальные обязательные требования к инвестиционным институтам, необходимые для вступления в члены биржи;

определять квалификационные требования к представителям членов на биржевых торгах;

созывать и организовывать биржевые собрания;

учреждать экспертные, квалифицированные и копировальные комиссии, консультационные и справочные бюро и иные учреждения, необходимые для их работы, а также конфликтные комиссии для разрешения споров по операций с ценными бумагами;

устанавливать и взимать, согласно своему уставу, вступительные и текущие взносы с членов биржи, плату за регистрацию сделок, технические услуги, посещение биржи постоянными и разовыми посетителями, а также взыскивать штрафы и пени за нарушение устава, правил биржевых собраний и несвоевременную уплату регистрационного сбора;

издавать биржевые буклеты, справочники, сборники;

обжаловать в судебном порядке неправомерные действия контролирующих органов.

Статья 23. Финансирование деятельности фондовой биржи

Финансирование деятельности фондовой биржи может осуществляться за счет:

реализации брокерских мест фондовой биржи;

регулярных членских взносов членов фондовой биржи;

сборов от регистрации биржевых сделок;

комиссионных за посредничество в операциях с ценными бумага ми;

доходов от информационных и иных услуг, предусмотренных уставом биржи.

Статья 24. Прекращение деятельности фондовой биржи

Деятельность фондовой биржи прекращается: по решению общего собрания учредителей; на основании решения судебных органов.

Глава IV. Заключительные положения

Статья 25. Организация контроля за операциями с ценными бумагами

Статья 26. Обжалование неправомерных действий и решений органа государственного управления и иного органа

Статья 27. Международные договоры

Статья 25. Организация контроля за операциями с ценными бумагами

Ответственность по обязательствам эмитентов ценных бумаг несут сами эмитенты.

Министерство финансов Республики Узбекистан назначает своего представителя на фондовой бирже, уполномоченного осуществления надзор за соблюдением в ходе биржевой деятельности требований законодательства и устава биржи и имеющего право присутствовать на совещаниях (собраниях) органов управления биржи и торгах. Министерство финансов Республики Узбекистан в случае нарушения законодательства, условий, определенных в выданных им разрешениях (лицензиях), может принимать следующие меры:

приостанавливать или аннулировать разрешение (лицензию), выданное на эмиссию, ведение посреднической деятельности с ценными бумагами;

вносить ходатайство в судебные органы о прекращении деятельности эмитентов инвестиционных институтов и бирж.

Статья 26. Обжалование неправомерных действий и решений органа государственного управления и иного органа.

Неправомерные действия и решения органа государственного управления и иного органа, касающегося выпуска и обращения ценных бумаг, могут быть обжалованы в судебном порядке.

Статья 27. Международные договоры

Если международным договором Республики Узбекистан установлены иные правила, чем те, которые содержатся в законодательстве Республики Узбекистан о ценных бумагах и фондовой бирже, то применяются правила международного договора.

г. Ташкент
2 сентября

Президент Республики
Узбекистан И.Каримов

Закон РУз "О налоге на операции с ценными бумагами"

Статья 1. Операции с ценными бумагами и плательщики налога
Статья 2. Объекты налогообложения
Статья 3. Ставки налога
Статья 4. Льготы по налогу
Статья 5. Исчисление суммы налога
Статья 6. Порядок и сроки уплаты налога
Статья 7. Ответственность плательщика
Статья 8. Контроль за уплатой налога

Статья 1. Операции с ценными бумагами и плательщики налога

Операциями с ценными бумагами признаются действия или намерения плательщика налога, направленные на возникновение имущественных прав в отношении ценных бумаг посредством заключения договора и регистрации проспекта эмиссии.

Плательщиками налога на операции с ценными бумагами являются юридические и физические лица, осуществляющие в установленном порядке эти операции.

Статья 2. Объекты налогообложения

Объектами налогообложения в соответствии с настоящим Законом являются цена договора и регистрация проспекта эмиссии.

Статья 3. Ставки налога

Налог на операции с ценными бумагами взыскивается по следующим ставкам:

с эмитента при регистрации проспекта эмиссии ценных бумаг в размере 0,5 процента номинальной стоимости эмиссии. В случае отказа в регистрации проспекта эмиссии налог не возвращается;

с покупателей государственных ценных бумаг в размере 0,1 процента с суммы сделки;

с каждого участника сделки при заключении договора купли-продажи ценных бумаг в размере 0,3 процента с суммы сделки.

Статья 4. Льготы по налогу

Освобождаются от налога на операции с ценными бумагами: юридические и физические лица, приобретающие акции, впервые эмиссируемые акционерным обществом с момента его государственной ре- гистрации;

юридические лица, осуществляющие в установленном порядке посреднические операции с ценными бумагами за счет и по поручению клиента.

Статья 5. Исчисление суммы налога

Плательщики исчисляют сумму налога самостоятельно, исходя из фактической суммы сделок и соответствующей налоговой ставки.

Налог на операции с ценными бумагами, осуществленные в иностранной валюте, исчисляется в денежной единице Республики Узбекистан, исходя из официально установленного курса на дату проведения операции.

Статья 6. Порядок и сроки уплаты налога

Налог на операции с ценными бумагами уплачивается плательщиками при регистрации этих операций и в трехдневный срок перечисляется в республиканский бюджет:

фондовыми биржами и фондовыми отделами товарных и иных бирж при осуществлении сделок на биржевом рынке;

эмитентами, банковскими и иными учреждениями, включая посреднические, осуществляющими регистрацию и оформление внебиржевых операций с ценными бумагами.

При осуществлении первичной эмиссии ценных бумаг налог в виде платы с каждой сделки взимается только с покупателей ценных бумаг.

Налог на операции с государственными ценными бумагами взимается с каждой сделки только с покупателей.

Статья 7. Ответственность плательщика

За нарушение в исчислении и уплате налога плательщики несут ответственность в соответствии с действующим законодательством.

Статья 8. Контроль за уплатой налога

Контроль за полнотой и своевременностью уплаты налога осуществляется налоговыми органами.

гор. Ташкент
5 мая 1994 г.

Президент Республики
Узбекистан И.КАРИМОВ

Указ Президента Республики Узбекистан "О мерах по ускорению акционирования предприятий государственной собственности и совершенствованию рынка ценных бумаг"

В Узбекистане создана нормативно-правовая база, позволяющая осуществлять ускоренными темпами преобразования государственных предприятий в акционерные общества открытого типа. Правительством утверждена государственная программа приватизации, в которой конкретизированы подходы, заложенные в законодательстве, определены цели, приоритеты, установлены задания по приватизации в разрезе отраслей и территорий.

К настоящему времени в республике акционировано более трех тысяч государственных предприятий. Активно эти процессы осуществляются в ассоциациях "Узбеклегпром", "Узмясомолпром", а также в Андижанской, Самаркандской областях и г.Ташкенте. Даже

непродолжительный срок функционирования ряда акционированных предприятий свидетельствует о значительном улучшении их работы, росте доходов акционеров, повышении чувства собственника, мобилизации творческого и трудового потенциала.

Однако руководители ряда министерств, ведомств, концернов и ассоциаций проявляют консерватизм в непонимании важной роли и значения процесса акционирования предприятий в реализации программы экономических реформ в Узбекистане. Одной из главных причин затягивания сроков и порой неприятия акционирования является иждивенческая психология, порожденная административно-командной системой управления, все еще сохраняющаяся в директорском и административном-управленческом корпусе предприятий и организаций.

Это обстоятельство усугубляется и глубоко укоренившимся бюрократизмом в работе ряда государственных учреждений, призванных всемерно содействовать разгосударствлению и приватизации, обеспечить необходимую разъяснительную и оперативную работу по ускорению этих процессов. Ответственные работники ряда подразделений Госкомимущества, Министерства финансов, Министерства юстиции и других зачастую проявляют бюрократизм и волокиту, создают искусственные препятствия в своевременном рассмотрении учредительных документов акционированных предприятий, тем самым затягивают сроки формирования акционерных обществ.

Недостаточно отработаны организационные механизмы акционирования предприятий государственной собственности, что порой порождает факты злоупотреблений при проведении этой важнейшей работы. Слабое развитие получил рынок ценных бумаг, а вторичный рынок ценных бумаг практически не создан.

Не все руководители министерств, ведомств, концернов, корпораций и ассоциаций, хокимиятов областей, городов и районов персонально занимаются вопросами разгосударствления и приватизации, развития рынка ценных бумаг и в целом рыночной инфраструктуры.

Все это приводит к созданию многих барьеров на пути разукрупнения монопольных структур, сохранению централизованной системы управления материальных ресурсов и финансовых средств.

В результате неоправданно затягивается процесс акционирования государственных предприятий, входящих в состав хозяйственных ассоциаций "Узмашпром", "Узавтодор", "Узплодоовощвинпром", "Узрыба", "Узхлопкопромсбыт", "Узстройматериалы", министерств коммунального обслуживания и других, а также в Наманганской, Сырдарьинской, Ферганской и Хорезмской областях.

В целях ускорения акционирования предприятий государственной собственности, широкого вовлечения в этот процесс населения республики, развития рынка ценных бумаг:

1. Отметить, неудовлетворительную работу руководителей министерств, ведомств, концернов, корпораций, Совета Министров Республики Каракалпакстан, хокимиятов областей и г.Ташкента по безусловному соблюдению действующих законодательных и нормативных актов в области разгосударствления и приватизации.

2. Кабинету Министров Республики Узбекистан в недельный срок утвердить единый порядок преобразования государственных предприятий в акционерные общества открытого типа, предусматривающий максимальное упрощение процедуры и сокращение сроков оформления соответствующих документов, ответственность руководителей территориальных, отраслевых и производственных подразделений за своевременную регистрацию, выпуск акций и сертификатов создаваемых акционерных обществ. При этом исходить из того, что:

Госкомимущество Республики Узбекистан осуществляет организационное руководство и координацию процесса преобразования государственных предприятий в акционерные общества;

Госкомимущество или его территориальные управления выступает учредителем акционерного общества, создаваемого на базе государственного предприятия;

Утверждение плана приватизации предприятия Госкомимуществом или его территориальным органом является решением о преобразовании предприятия в акционерное общество открытого типа, а утверждение совместно с Министерством финансов проспекта эмиссии - решением о выпуске акций;

Госкомимущество или его территориальные органы, как учредители акционерного общества открытого типа совместно с соответствующими ассоциациями, корпорациями, концернами, предприятиями подготавливают необходимые документы для государственной регистрации акционерного общества, осуществляют регистрацию выпуска акций, а также обеспечивают в установленном порядке размещение четырех пакетов акций;

Государственную регистрацию акционерного общества осуществляют Госкомимущество и его территориальные органы в хокимиятах;

В процессе преобразования государственного предприятия в акционерное общество регистрационные сборы и иные платежи не взимаются.

3. В целях широкого привлечения населения к процессу акционирования государственных предприятий и развития рынка ценных бумаг признать необходимым создание сети инвестиционных

фондов, аккумулирующих денежные средства населения и обеспечивающих устойчивую доходность акций.

Министерствам и ведомствам, Совету Министров Республики Каракалпакстан, хокимам областей и г.Ташкента оказывать всемерное содействие в создании и функционировании инвестиционных фондов путем целевого выделения им необходимых помещений, поощрения развития сети аудиторских фирм, информационного обеспечения и подготовки специалистов для инвестиционных фондов.

4. Кабинету Министров Республики Узбекистан утвердить:

в недельный срок график выпуска акций преобразуемых государственных предприятий по отраслям экономики на 1995 год;

в двухнедельный срок положение об инвестиционных фондах, предусмотрев в нем механизм, исключающий возможность нарушений и злоупотреблений.

5. Возложить на руководителей комплексов Кабинета Министров, Госкомимущества, Министерства финансов, Министерства юстиции Республики Узбекистан персональную ответственность за безусловное соблюдение порядка и сроков процесса преобразования государственных предприятий с соответствующих отраслей экономики в акционерные общества.

6. Установить, что:

доходы юридических лиц от обращения акций облагаются налогом по ставке 15 процентов;

прибыль Республиканской фондовой биржи "Тошкент", Национального депозитария и инвестиционных фондов, осуществляющих операции с ценными бумагами, направляемая на развитие собственной инфраструктуры и рекламу, до 1 января 1996 года налогом не облагается.

7. Средствам массовой информации шире освещать вопросы, связанные с развитием акционерных обществ и рынка ценных бумаг, способствовать распространению опыта предприятий, успешно работающих с ценными бумагами.

8. Министерству юстиции Республики Узбекистан в месячный срок внести в Кабинет Министров предложения о внесении соответствующих изменений в действующее законодательство и нормативные акты Республики Узбекистан.

9. Кабинету Министров Республики Узбекистан в недельный срок принять постановление по реализации настоящего Указа.

гор. Ташкент
12 июня 1995г.

Президент Республики
Узбекистан И. Каримов

Указ Президента Республики Узбекистан "О дополнительных мерах по развитию рынка ценных бумаг"

В целях осуществления государственной политики по развитию, углублению и расширению рынка ценных бумаг, снятия имеющихся барьеров на пути его оживления, а также обеспечения защиты прав и интересов инвесторов - акционеров:

1. Образовать при Министерстве Финансов РУз Государственную Комиссию по ценным бумагам и фондовым биржам со статусом органа государственного управления.

2. Установить, что функционирование Государственной комиссии обеспечивается его рабочим аппаратом и Координационным советом в составе, согласно Приложению. Возложить на Координационный совет вопросы разработки рекомендаций по концептуальным подходам формирования и развития рынка ценных бумаг, государственному регулированию фондового рынка и подготовки предложений по совершенствованию законодательства в этой области.

3. Считать основной задачей Государственной комиссии по ценным бумагам и фондовым биржам при Министерстве финансов РУз реализацию государственной политики в области формирования, развития. контроля и регулирования рынка ценных бумаг.

4. Возложить на Государственную комиссию решение следующих задач:

- разработка нормативных актов, обеспечивающих необходимые правовые условия для выпуска и эффективного обращения ценных бумаг узбекских и иностранных эмитентов на национальном и международном рынках ценных бумаг;

- регистрация, допуск на рынок и регулирование обращения ценных бумаг, в том числе и иностранных эмитентов;

-защита прав и интересов инвесторов, как юридических так и физических лиц, осуществляющих операции с ценными бумагами;

- участие совместно с соответствующими государственными органами в создании эффективной инфраструктуры рынка ценных бумаг;

- ведение Единых государственных реестров зарегистрированных в республике ценных бумаг, а также юридических лиц, получивших лицензию на деятельность в качестве инвестиционных институтов;

- контроль за соблюдением законодательства по вопросам эмиссии и обращения ценных бумаг;

- ведение учета и отчетности, формирование банка данных по организации и развитию рынка ценных бумаг, широкое информирование инвесторов и общественности.

5. Госкомимуществу РУз совместно с Государственной комиссией по ценным бумагам и фондовым биржам обеспечить:

- равный доступ инвестиционных институтов к торгам на фондовой бирже;

- выставление ценных бумаг на открытую продажу с учетом реального спроса и предложения, финансово - экономических показателей эмитентов, степени ликвидности ценных бумаг.

6. В целях заинтересованности участников рынка ценных бумаг, активизации операций на фондовом рынке:

- освободить с 1 июля 1995 г. сроком на 3 года от налогообложения доходы юридических и физических лиц РУз, полученные от обращения ценных бумаг в виде дивидендов, разницы между покупной и продажной ценой ценных бумаг;

- отменить с 1 сентября 1995 г. налог на операции с ценными бумагами с участников сделки при заключении договора купли - продажи ценных бумаг;

- снизить с 1 сентября ставку налога на операции с ценными бумагами с эмитента при регистрации проспекта эмиссии ценных бумаг с 0,5 до 0,1 процента от номинальной стоимости эмиссии.

7. В целях стимулирования участия иностранных инвесторов на рынке ценных бумаг Министерству финансов, Центральному банку, Государственному налоговому комитету РУз совместно с Государственной комиссией по ценным бумагам и фондовым биржам:

- обеспечить необходимый контроль за реализацией прав иностранных инвесторов по приобретению ими ценных бумаг эмитентов РУз, конвертации вложенных средств и доходов по ним для последующей репатриации в соответствии с действующим законодательством;

- в 10 - дневный срок разработать и утвердить порядок допуска, регистрации и размещения ценных бумаг иностранных эмитентов на территории РУз и узбекских эмитентов за рубежом.

8. Считать утратившим силу абзац 2 пункта 6 Указа Президента РУз "О мерах по ускорению акционирования предприятий государственной собственности и совершенствования рынка ценных бумаг".

9. Министерству юстиции РУз в 10 - дневный срок подготовить предложения о внесении изменений в действующее законодательство РУз, вытекающих из настоящего Указа.

10. Кабинету Министров РУз в 10 - дневный срок принять постановление об организационных мерах по реализации настоящего Указа.

11. Контроль за выполнением данного Указа возложить на Кабинет Министров РУз.

г.Ташкент
7 сентября 1995 г.

Президент
Республики Узбекистан
И. Каримов.

Постановление Кабинета Министров Республики Узбекистан "О мерах по упорядочению функционирования и дальнейшему развитию рынка ценных бумаг в республике"

В целях обеспечения комплекса организационных мер по выполнению Указа Президента Республики Узбекистан "О дополнительных мерах по развитию рынка ценных бумаг" Кабинет министров постановляет:

1. Утвердить Положение о Государственной комиссии по ценным бумагам и фондовым биржам при Министерстве финансов Республики Узбекистан.

2. Установить,что решения Государственной комиссии по ценным бумагам и фондовым биржам при Министерстве финансов РУз, принятые в пределах ее полномочий, являются обязательными для исполнения министерствами, ведомствами, местными органами государственного управления, хозяйственными объединениями, предприятиями и организациями, независимо от форм собственности, а также гражданами РУз и иностранных государств.

3. Утвердить организационную структуру Государственной комиссии по ценным бумагам и фондовым биржам при Министерстве финансов РУз и типовую структуру ее территориальных отделений.

Определить предельную численность Государственной комиссии по ценным бумагам и фондовым биржам при Министерстве финансов РУз, включая ее территориальные отделения, в количестве 85 единиц (в том числе работников управления рынка ценных бумаг – 28 единиц, из них - 15 единиц, выделяемых дополнительно) без учета обслуживающего персонала.

Установить, что председатель государственной комиссии по должности является заместителем министра финансов РУз. Заместитель председателя государственной комиссии - начальник управления рынка ценных бумаг Министерства финансов, председатели территориальных отделений назначаются и освобождаются от должности министром финансов РУз по представлению председателя государственной комиссии.

Распространить на работников Государственной комиссии по ценным бумагам и фондовым биржам условия оплаты труда, установленные для работников Министерства финансов РУз.

4. Государственной комиссии по ценным бумагам и фондовым биржам в месячный срок разработать и утвердить:

стандарты и правила, регулирующие ответственность эмитентов и профессиональных участников рынка ценных бумаг, ведения реестра акционеров;

механизм оценки финансового состояния эмитентов ценных бумаг для определения стартовых цен на ценные бумаги, степени их

ликвидности с использованием в необходимых случаях экспертных заключений независимых аудиторских организаций.

5. Госкомимуществу РУз:

обеспечить обязательную ежеквартальную публикацию в республиканской печати списков акционерных обществ, созданных путем преобразования государственных предприятий;

определить регламент работы с инвестиционными институтами при заключении договоров - поручений на продажу акций через биржевые торги и на внебиржевом рынке.

6. Министерству финансов РУз:

совместно с государственным налоговым комитетом довести до заинтересованных министерств, ведомств порядок применения налоговых льгот, вытекающих из Указа Президента РУз "О дополнительных мерах по развитию рынка ценных бумаг";

в установленном порядке выделить необходимые ассигнования на содержание государственной комиссии, а также на создание ее материально - технической базы.

7. Министерству связи РУз обеспечить государственную комиссию и ее территориальные отделения, а также республиканскую фондовую биржу "Тошкент" и национальный депозитарий "Вакт" общегосударственными средствами связи для организации электронной системы биржевых торгов, обмена информацией с территориальными подразделениями и областными депозитарными структурами, а также системы доступа инвесторов к банку данных Государственной комиссии по ценным бумагам и фондовым биржам об эмитентах.

8. Министерству высшего и среднего специального образования РУз, начиная с 1996 - 1997 учебного года, предусмотреть подготовку специалистов в области рынка ценных бумаг в высших учебных заведениях.

9. Узтелерадио и другим средствам массовой информации совместно с Госкомимуществом РУз и Государственной комиссией по ценным бумагам и фондовым биржам обеспечить систематическое разъяснение населению вопросов, связанных с акционированием, особенностями выпуска различных видов ценных бумаг, деятельностью государственной комиссии, фондовой биржи, национального депозитария и других институтов рынка ценных бумаг.

10. Хокимияту г. Ташкента разместить центральный аппарат Государственной комиссии по ценным бумагам и фондовым биржам в 20 этажном административном здании на площади Мустакиллик, 5.

Совету Министров Республики Каракалпакстан, хокимам областей и г. Ташкента обеспечить выделение необходимых помещений для размещения территориальных отделений государственной комиссии.

11. Контроль за выполнением настоящего постановления возложить на заместителя премьер - министра Хамидова Б. С.

г. Ташкент
7 сентября 1995 г.

Председатель
Кабинета Министров
И. Каримов.

"УТВЕРЖДАЮ"
Заместитель министра финансов
Республики Узбекистан
_____А.М.Абдукалиров
"16 " июня 1995г.

"УТВЕРЖДАЮ"
Заместитель Председателя
Госкомимущества Республики
Узбекистан
_____Р.Т.Рахимджанов
" 16 " июня 1995г.

Порядок регистрации выпуска в обращение акций акционерных обществ открытого типа, созданных в результате преобразования государственных предприятий

I. ОБЩЕЕ ПОЛОЖЕНИЕ

1.1. Настоящий порядок разработан на основании Указа Президента Республики Узбекистан N 1164 от 12 июня 1995 года "О мерах по ускорению акционирования предприятий государственной собственности и совершенствованию рынка ценных бумаг" и Постановления Кабинета Министров Республики Узбекистан N 221 от 15 июня 1995 года "Об организационных мерах по преобразованию государственных предприятий в акционерные общества открытого типа" и регулирует порядок регистрации и выпуска в обращение акций акционерных обществ, созданных в результате преобразования государственных предприятий при осуществлении первичного выпуска в обращение (эмиссия).

1.2. Регистрация последующих выпусков акций и проспектов эмиссии акционерных обществ, созданных в результате преобразования государственных предприятий производится Министерством финансов Республики Узбекистан или территориальными финансовыми органами в установленном действующими нормативными актами порядке.

II. ПОРЯДОК РЕГИСТРАЦИИ ВЫПУСКА АКЦИЙ И ПРОСПЕКТА ЭМИССИИ

2.1. Регистрация выпуска акций и проспекта эмиссии акционерного общества, созданного в результате преобразования государственного предприятия производится Государственным комитетом Республики Узбекистан по управлению государственным имуществом и поддержке предпринимательства или его

территориальными управлениями (далее именуются регистрирующие органы).

2.2. Регистрация выпуска акций и проспекта эмиссии осуществляется тем подразделением Госкомимущества (центральный аппарат или территориальное управление), которое утверждает план приватизации государственного предприятия и проспект эмиссии.

2.3. Для регистрации выпуска акций акционерные общества представляют в регистрирующий орган следующие документы:

зарегистрированный в установленном порядке устав акционерного общества;

утвержденный Госкомимуществом Республики Узбекистан (или его территориальным управлением) и Министерством финансов Республики Узбекистан (или территориальным финансовым органом) проспект эмиссии акций в 3-х экземплярах;

образцы выпускаемых акций в двух экземплярах.

2.4. Акция должна содержать следующие реквизиты:

- фирменное наименование акционерного общества и его местонахождение;
- наименование ценной бумаги - "акция";
- порядковый номер, серию, дату выпуска акции;
- вид акции (простая или привилегированная);
- номинальная стоимость акции;
- имя держателя (для именной акции);
- размер уставного фонда акционерного общества на день выпуска акций;
- количество выпускаемых акций;
- срок выплаты дивидендов;
- подписи председателя правления и главного бухгалтера акционерного общества;
- дата и код акции, присвоенный регистрирующим органом.

2.5. Срок регистрации выпуска акций и проспекта эмиссии, а также утверждение образцов (эскизов) акций в регистрирующих органах не должен превышать 3 дня со дня государственной регистрации акционерного общества и представления перечисленных в пункте 2.3. документов.

2.6. При принятии регистрирующим органом решения о регистрации выпуска акций и проспекта эмиссии акционерному обществу выдаются:

свидетельство, подтверждающее факт государственной регистрации выпуска акций с указанием даты государственной регистрации;

утвержденные образцы акций;

один экземпляр прошнурованного и скрепленного печатью регистрирующего органа проспекта эмиссии со штампом "зарегистрировано".

2.7. Код государственной регистрации акций строится следующим образом:

N N - NNNN, где:

первая двухзначная позиция указывает на номер кода территории по административно-территориальному делению Узбекистана, где Республика Каракалпакстан - 01, Андижанская область - 02, Бухарская область - 03, Кашкадарьинская область -04, Навоийская область -05, Наманганская область -06, Джизакская область - 07, Самаркандская область -08, Сурхандарьинская область - -09, Сырдарьинская область -10, Ташкентская область -11, Ферганская область -12, Хорезмская область -13, город Ташкент -14;

вторая однозначная позиция указывает на вид ценных бумаг: 1 - акции акционерных обществ; 2 - облигации предприятий; 3 - облигации органов государственной власти и управления;

III. ПРАВА, ОБЯЗАННОСТИ И ОТВЕТСТВЕННОСТЬ АКЦИОНЕРНОГО ОБЩЕСТВА - ЭМИТЕНТА

3.1. Эмитент имеет право обжаловать в судебном порядке неправомерные действия и решения регистрирующего органа или иного органа, касающиеся регистрации и выпуска в обращение акций.

3.2. Акционерное общество - эмитент обязан:

представлять регистрирующему органу документы и сведения согласно перечню предусмотренному пунктом 2.3. настоящего Порядка;

в установленном законодательством Республики Узбекистан и разделом V порядке осуществлять учет акций;

не осуществлять рекламу и размещение акций до государственной регистрации выпуска акций.

IV. ПРАВА, ОБЯЗАННОСТИ И ОТВЕТСТВЕННОСТЬ РЕГИСТРИРУЮЩЕГО ОРГАНА

4.1. Права регистрирующего органа.

Регистрирующий орган имеет право потребовать внесения изменений в документы представленные для регистрации акций в течении установленного пунктом 2.5. срока рассмотрения документов.

Регистрирующий орган может приостанавливать или ограничивать эмиссию и обращение акций в случае, если выпуск осуществлен с нарушением действующего законодательства, а также в случае нарушения порядка выпуска, установленного настоящим Порядком.

Регистрирующий орган может приостанавливать или аннулировать свидетельство, выданное на эмиссию акций по следующим основаниям:

а) если информация, полученная регистрирующим органом самостоятельно, а также от третьих лиц и подтвержденная проверкой,

указывает на недостоверность сведений, содержащихся в представленных на регистрацию документах;

б) отказ в выполнении требований регистрирующих органов по устранению нарушений действующего законодательства и требований настоящего Порядка в процессе осуществления выпуска ценных бумаг.

Регистрирующий орган в случае нарушения законодательства, а также условий, определенных в выданных им разрешениях может вносить ходатайство в судебные органы о прекращении деятельности акционерных обществ-эмитентов.

4.2. Обязанности регистрирующего органа.

Регистрирующий орган:

осуществляет проверку полноты, объективности и адекватности документов и сведений представленных на регистрацию с целью обеспечения защиты интересов инвесторов;

при наличии претензий к содержанию и оформлению представленных документов, возвращает их на доработку с указанием конкретных недостатков и неточностей в письменной форме;

осуществляет контроль за публикацией в средствах массовой информации с целью недопущения рекламы выпусков акций до их государственной регистрации;

в случае приостановления и аннулирования свидетельства, выданного акционерному обществу - эмитенту на выпуск акций оповещает инвесторов через средства массовой информации и вносит ходатайство в судебные органы о прекращении деятельности акционерного общества - эмитента и возмещении ущерба, нанесенного инвесторам.

4.3. Ответственность должностных лиц регистрирующего органа.

Должностные лица регистрирующего органа несут установленную законодательством ответственность за:

несвоевременное и некачественное рассмотрение представленных для регистрации документов и сведений;

несвоевременное рассмотрение и принятие мер по жалобам и протестам акционеров в случае нарушения эмитентом действующего законодательства по ценным бумагам и настоящего Порядка.

V. ПОРЯДОК УЧЕТА, ОТЧЕТНОСТИ И КОНТРОЛЯ

5.1. Порядок учета.

Учет выпущенных акционерными обществами акций ведется регистрирующими органами в специальных журналах.

Регистрирующий орган в недельный срок после выпуска акций и проспекта эмиссии направляет копию проспекта эмиссии Министерству финансов Республики Узбекистан (или соответствующему

территориальному финансовому органу) для включения в единый государственный реестр ценных бумаг.

Министерство финансов Республики Узбекистан осуществляет ведение Единого государственного реестра ценных бумаг Республики Узбекистан.

Министерство финансов Республики Узбекистан публикует в периодической печати сведения о выпуске ценных бумаг в Республике один раз в полугодие.

5.2. Порядок печати.

Ежеквартально акционерное общество - эмитент составляет отчет об итогах выпуска акций в составе квартальной отчетности и представляет его в регистрирующие органы, а также в Министерство финансов республики Узбекистан (или территориальные финансовые органы) в зависимости от места регистрации первичного выпуска акций.

Акционерное общество - эмитент публикует в периодической печати годовые итоги эмиссии акций вместе с очередным годовым отчетом.

5.3. Порядок контроля.

Регистрирующие органы обязаны обеспечивать контроль за ходом первого выпуска акций (эмиссии) зарегистрированных акций с целью недопущения нарушений действующего законодательства об обращении ценных бумаг и настоящего Порядка.

Контроль за последующими выпусками акций осуществляется Министерством финансов Республики Узбекистан или территориальными финансовыми органами.

Приложение N 2
к постановлению Кабинета
Министров N 285 от 8 июня 1994 года

П о л о ж е н и е о порядке совершения и регистрации сделок с ценными бумагами на территории Республики Узбекистан

I. ОБЩИЕ ПОЛОЖЕНИЯ

II. ПОРЯДОК СОВЕРШЕНИЯ СДЕЛОК КУПЛИ-ПРОДАЖИ ЦЕННЫХ БУМАГ

III. ИСПОЛЬЗОВАНИЕ ЗАЕМНЫХ СРЕДСТВ ПРИ СОВЕРШЕНИИ СДЕЛОК С ЦЕННЫМИ БУМАГАМИ

IV. ПОРЯДОК РЕГИСТРАЦИИ СДЕЛОК С ЦЕННЫМИ БУМАГАМИ

V. ПОРЯДОК ХРАНЕНИЯ ЦЕННЫХ БУМАГ

VI. ОТВЕТСТВЕННОСТЬ ЗА НЕСОБЛЮДЕНИЕ ПРАВИЛ СОВЕРШЕНИЯ И РЕГИСТРАЦИИ СДЕЛОК

I. ОБЩИЕ ПОЛОЖЕНИЯ

1. Настоящее Положение разработано в соответствии с Законом Республики Узбекистан "О ценных бумагах и фондовой бирже" и определяет порядок совершения сделок, связанных с обращением ценных бумаг на финансовом рынке, при сохранении предусмотренных гражданским законодательством Республики Узбекистан правил совершения гражданско-правовых сделок.

2. Действие настоящего Положения распространяется на заключаемые на территории Республики Узбекистан:

биржевые и внебиржевые сделки купли-продажи акций акционерных обществ, облигаций, выпускаемых акционерными обществами и другими предприятиями, а также производных ценных бумаг;

совершаемые на биржах или при посредничестве инвестиционных институтов сделки купли-продажи облигаций государственных и местных займов, казначейских обязательств и других государственных ценных бумаг;

договоры хранения ценных бумаг, перечисленных в абзацах 2 и 3 настоящего пункта, а также договоры дарения этих ценных бумаг в отношении правил, установленных разделами IV и VI настоящего Положения.

3. Настоящее Положение не применяется к случаям внесения указанных ценных бумаг или прав на них в качестве вклада в уставный фонд акционерных и иных обществ (товариществ), а также к случаям уступки участниками закрытого акционерного общества принадлежащих им акций.

4 При заключении сделок купли-продажи период между датой заключения сделки и оплатой ценной бумаги не может превышать девяносто дней.

II. ПОРЯДОК СОВЕРШЕНИЯ СДЕЛОК КУПЛИ-ПРОДАЖИ ЦЕННЫХ БУМАГ

5. Сделки купли-продажи ценных бумаг (далее - сделки с ценными бумагами), кроме сделок, заключаемых без посредника и исполняемых при их совершении, совершаются в письменной форме как путем подписания сторонами одного документа-договора, так и другими способами (обмен письмами, телеграммами, средствами факсимильной и иной связи, подписанными стороной, которая их посылает), позволяющими в документальной форме зафиксировать состоявшееся волеизъявление сторон. Однако, если в правилах операций с ценными бумагами и иных документах, утверждаемых в соответствии с законодательством инвестиционными институтами и фондовыми биржами, содержатся иные требования к форме совершения сделок с участием профессиональных посредников, при совершении сделок применяются эти требования.

6. Профессиональные участники рынка ценных бумаг (инвестиционные институты), осуществляющие операции с ценными бумагами от своего имени и за свой счет, при совершении сделок с ценными бумагами обязаны:

а) до совершения сделок с ценными бумагами публично объявлять твердые стартовые цены покупки и продажи ценных бумаг;

б) заключать сделки с лицами, обратившимися к ним с предложениями о покупке или продаже ценных бумаг, точно в соответствии с заранее объявленными ими последними твердыми (фиксированными) ценами и количеством ценных бумаг и не уклоняться от заключения таких сделок.

7. Профессиональные участники рынка ценных бумаг (инвестиционные институты), осуществляющие комиссионную (брокерскую) деятельность при совершении сделок с ценными бумагами по поручению клиентов, обязаны:

а) отказываться от приема поручений на покупку каких-либо ценных бумаг, если нет уверенности в том, что клиент может оплатить сделку;

б) не принимать поручения на продажу ценных бумаг в случае, если отсутствует гарантия того, что клиент обладает данными ценными бумагами и сможет представить их в распоряжение участника рынка ценных бумаг (инвестиционного института) в течение пяти рабочих дней с момента передачи поручения;

в) незамедлительно после совершения сделки или по истечении времени действия поручения сообщать клиенту о факте заключения или незаключения сделок с ценными бумагами и их результатах;

г) при получении от клиента доверенности на совершение от его имени серии операций с ценными бумагами или об управлении активами клиента действовать строго в рамках полномочий, оговоренных в доверенности, в которой должны быть установлены все условия взаимоотношений клиента и брокера.

8. Профессиональные участники рынка ценных бумаг (инвестиционные институты), осуществляющие консультационную деятельность, при предоставлении инвестиционных рекомендаций по операциям с ценными бумагами обязаны:

а) попытаться максимально полно установить инвестиционные цели и задачи клиента;

б) сохранять коммерческую тайну обо всех сделках, совершаемых клиентами, и не допускать ознакомления с этой информацией третьих лиц.

9. Профессиональный участник рынка ценных бумаг (инвестиционный институт) обязан до совершения сделок по ценным бумагам и оказания услуг по ним письменно раскрыть своим клиентам информацию о:

а) виде профессиональной деятельности по ценным бумагам, которой он занимается в связи с осуществлением конкретной сделки и оказанием услуг;

б) размерах (ставках) дилерского сбора, комиссионного вознаграждения, платы за консультационные услуги и иных расценках сборов и платежей за осуществление сделок и оказание прочих услуг по ценным бумагам;

в) номере и дате выдачи полученной им лицензии на осуществление деятельности по ценным бумагам и своей квалификации.

10. Профессиональные участники рынка ценных бумаг (инвестиционные институты) могут совершать сделки за счет клиентов только на основе заключенных в установленной законодательством форме договоров поручения или комиссии точно в соответствии с указанными в них всеми необходимыми условиями, при выполнении которых клиент считал бы возможным совершение сделки.

Клиент до исполнения договора имеет право в одностороннем порядке прекратить его действие. Такое же право имеет поверенный по договору поручения.

Исполнением договора поручения или комиссии считается передача клиенту официального извещения брокера о заключении сделки.

11. При совершении сделок с ценными бумагами стороны должны прийти к соглашению по следующим условиям:

вид и полное наименование ценных бумаг (рекомендуется включение регистрационного номера ценных бумаг);

срок и способ передачи ценных бумаг и их оплаты, условия страхования коммерческого риска по сделке, если таковой имеется;

размер комиссионного вознаграждения за исполнение сделки.

Стороны по взаимному соглашению могут включать в условия совершения сделки и любые другие условия.

12. Участник рынка ценных бумаг должен известить клиента о совершении сделки в срок, установленный в договоре.

13. Профессиональные участники рынка ценных бумаг (инвестиционные институты) обязаны по первому требованию своих клиентов представлять им экземпляры договоров купли-продажи ценных бумаг, заключенных по их поручениям, и сообщать информацию об условиях совершения сделок, в том числе:

полное наименование купленных или проданных ценных бумаг и номер их государственной регистрации;

количество купленных или проданных бумаг и их номинальная стоимость;

цена сделки;

фактическая сумма дилерского сбора, комиссионного (брокерского) вознаграждения, плата за консультационные услуги и

иные сборы и платежи за оказание прочих услуг при совершении конкретной сделки;

суммы уплаченных в связи с осуществлением сделки налогов и иных обязательных платежей;

порядок, время и способы осуществления расчетов по сделкам и поставки покупателям приобретенных ценных бумаг;

любая иная информация, связанная с условиями совершения сделки.

III. ИСПОЛЬЗОВАНИЕ ЗАЕМНЫХ СРЕДСТВ ПРИ СОВЕРШЕНИИ СДЕЛОК С ЦЕННЫМИ БУМАГАМИ

14. Доля заемных средств, привлеченных для покупки ценных бумаг, не может превышать 50 процентов от общей стоимости приобретаемых ценных бумаг.

15. Клиенты, дающие поручение на покупку ценных бумаг, могут получить кредит на такую покупку у обслуживающего их профессионального участника рынка ценных бумаг (при наличии у последнего права на проведение банковских операций).

В случае приобретения ценных бумаг с использованием кредита банка клиент обязан уведомить об этом профессионального участника рынка ценных бумаг.

16. Профессиональный участник рынка ценных бумаг не может передавать клиенту какие-либо из принадлежащих клиенту ценных бумаг, находящихся у него на хранении, до того, как клиент полностью не погасит кредит, полученный на приобретение ценных бумаг.

IV. ПОРЯДОК РЕГИСТРАЦИИ СДЕЛОК С ЦЕННЫМИ БУМАГАМИ

17. Сделка с ценными бумагами подлежит регистрации в соответствии с требованиями настоящего Положения, за исключением случаев, устанавливаемых Министерством финансов Республики Узбекистан.

18. Регистрация сделок с ценными бумагами осуществляется всеми инвестиционными институтами (за исключением инвестиционных консультантов), банками, фондовыми биржами, фондовыми отделами товарных бирж, имеющими лицензии на право работы с ценными бумагами.

19. К регистрации принимаются сделки только с теми ценными бумагами, которые прошли в установленном порядке государственную регистрацию и получили государственный регистрационный номер.

20. Регистрация сделок с ценными бумагами осуществляется на основании договора или иного документа, подтверждающего совершение сделки.

21. Новый владелец ценной бумаги или его представитель после регистрации сделки обязан сообщить эмитенту о факте совершения сделки, а также о своих правах на владение ценной бумагой не позднее

чем за 30 дней до официального объявления даты выплаты дохода по ней.

Эмитент не несет ответственности по выплате доходов по ценным бумагам, если новый владелец или его представитель своевременно не сообщил о своих правах на владение ценной бумагой.

22. Органы, осуществляющие регистрацию, вправе отказать в регистрации сделки, если сделка совершена с нарушением правил, установленных настоящим Положением.

23. Подлежащая регистрации сделка представляется к регистрации юридическим лицом или гражданином, или их уполномоченным представителем (инвестиционным институтом).

24. Регистрация сделок с ценными бумагами осуществляется в специальных учетных регистрах по форме.

Каждая организация, осуществляющая регистрацию сделок с ценными бумагами, ведет единый учетный регистр по всем видам сделок.

Доступ к учетным регистрам имеет только представитель финансовых, налоговых и правоохранительных органов. Контроль за ведением учетных регистров осуществляется Министерством финансов Республики Узбекистан и местными финансовыми органами.

25. На документе, подтверждающем совершение сделки, регистрирующий орган делает отметку о дате и месте регистрации, а также указывает порядковый номер по учетным регистрам сделок с ценными бумагами. Отметка заверяется подписью регистратора и скрепляется печатью регистрирующего органа.

26. Осуществление сделок с ценными бумагами проводится на Республиканской фондовой бирже.

Республиканская фондовая биржа является юридическим лицом, имеет круглую печать, расчетный, валютный и другие счета, зарегистрированный фирменный знак.

27. Доходы Республиканской фондовой биржи образуются за счет членских взносов, биржевых сборов по операциям с ценными бумагами, составляющие 2 процента от стоимости сделки (1 процент с продавца и 1 процент с покупателя), и других поступлений за оказываемые услуги.

28. Доходы биржи направляются на покрытие расходов, связанных с оплатой и материальным стимулированием работников биржи, расширением материально-технической базы и совершенствованием ее деятельности.

V. ПОРЯДОК ХРАНЕНИЯ ЦЕННЫХ БУМАГ

29. Владельцы ценных бумаг могут передавать ценные бумаги на хранение в специализированные хранилища для ценных бумаг - депозитарии. Депозитарии могут быть организованы как самостоятельные организации либо функционировать в качестве подразделений кредитно-финансовых учреждений и инвестиционных институтов. Передача ценных бумаг в депозитарии осуществляется на

основании договора хранения, оформляемого в соответствии с действующим законодательством.

30. При заключении договора хранения владелец ценных бумаг должен быть ознакомлен с правилами учета принятых на хранение ценных бумаг, а также с порядком перечисления дивидендов, процентных выплат и иных доходов по ценным бумагам, с порядком оповещения владельцев о действиях эмитента, касающихся принятых на хранение ценных бумаг, и передачи владельцу представляемой эмитентом информации.

VI. ОТВЕТСТВЕННОСТЬ ЗА НЕСОБЛЮДЕНИЕ ПРАВИЛ СОВЕРШЕНИЯ И РЕГИСТРАЦИИ СДЕЛОК

31. За несоблюдение правил совершения сделок с ценными бумагами и их регистрации, установленных настоящим Положением, профессиональные участники рынка ценных бумаг могут быть лишены Министерством финансов Республики Узбекистан или другим аттестующим органом квалификационных аттестатов, а инвестиционные институты лицензии на право осуществления деятельности в качестве инвестиционных институтов.

32. В случае неоднократных основательных отказов в регистрации сделок, если такие отказы свидетельствуют о недостаточной компетентности или недобросовестности лиц, действующих на рынке ценных бумаг, Министерство финансов Республики Узбекистан или иной орган, выдавший лицензию, может приостановить действие и отозвать на ведение деятельности с ценными бумагами.

ЗАРЕГИСТРИРОВАНО
в Министерстве юстиции
Республики Узбекистан
регистрационный N110
"24" октября 1994г

УТВЕРЖДАЮ
Заместитель Премьер-Министра
Председатель Госкомимущества

"14" октября 1994г.

Положение об опционе Госкомимущества на продажу доли государственной собственности, а также долей предназначенных для свободной продажи и реализации смежникам

ОБЩИЕ ПОЛОЖЕНИЯ

Внедрение системы опционной продажи государственной собственности, а также долей предназначенных для свободной продажи и реализации смежникам ориентировано на ускорение процесса приватизации,активизацию фондового рынка и создание на основе

конкурсной продажи условий для формирования рыночных цен на ценные бумаги.

Опцион на долю государственной собственности приватизируемых предприятий, а также долей, предназначенных для свободной продажи и реализации смежникам (опцион Госкомимущества), является двухсторонним контрактом, который обеспечивает право на покупку ценных бумаг по гарантированной (твердой) цене в течении определенного периода времени или на определенную будущую дату.

Опцион Госкомимущества выпускается в обращение до регистрации эмиссии акций приватизируемого предприятия, но не ранее утверждения оценки имущества и подписания приказа Госкомимущества о приватизации предприятия.

Госкомимущество гарантирует владельцу опциона завершение эмиссии акций к моменту истечения срока действия опциона и продажу акций по цене установленной в опционном контракте.

В случае невозможности выполнения Госкомимуществом своих обязательств по опционному контракту, последний обязуется выплатить владельцу опциона стоимость его приобретения и сумму штрафных санкций, предусмотренного контрактом.

ПРОЦЕДУРА РАЗМЕЩЕНИЯ ОПЦИОНА.

1.1 Решение о продаже доли государственного имущества или её части, а также других долей (предназначенных для свободной продажи,смежникам или иностранным инвесторам) на условиях опциона принимает Госкомимущество по каждому отдельному приватизируемому предприятию (Приложение 1).

1.2 Указанное решение предусматривает определение Госкомимуществом следующих условий размещений:

- количество опционов;
- базисный актив опциона;
- величина начальной ставки опциона;
- величина предельной ставки опциона;
- цена исполнения опциона;
- срок конкурсной продажи опционов;

1.3 Решение по каждому конкретному предприятию передается в Национальный депозитарий для размещения опционов на счете депо Госкомимущества. Указанное решение оформляется на бланках поручений депозитария и подписывается одним из руководителей Госкомимущества.

1.4 Официальное сообщение о продаже опционов с указанием конкретных условий размещения опциона публикуется в открытой печати.

1.5 В случае отсутствия заинтересованности инвесторов приобретении опционов Госкомимущество в праве изменить в сторону уменьшения величины начальной и предельной ставки опциона, цену его исполнения, а также продлить срок конкурсной продажи. Срок конкурсной продажи не может быть продлен при условии наличия хотя бы одной оплаченной заявки на приобретение опциона.

1.6 Госкомимущество обеспечивает регулярное оповещение через средства массовой информации о ходе реализации опционов и текущих их котировках.

УСЛОВИЯ ОПЦИОНОВ.

2.1 Перечисленные ниже условия опционов не являются традиционными для этого вида ценных бумаг и отражают специфику конкретного этапа приватизации.

2.2 Реализационными параметрами каждого опциона являются:

2.2.1 Величина начальной ставки опциона - премия, выплачиваемая покупателем опциона Госкомимуществу за конкурсное право приобретения в собственность доли приватизируемого предприятия по фиксированной цене (цене исполнения опциона) по истечении срока действия опциона. Уплата покупателем начальной ставки опциона не является гарантией исполнения опционного контракта, опцион остается собственностью Госкомимущества до истечения срока конкурсной продажи или достижения ставки опциона предельной величины (п.2.2.2.).

Госкомимущества вправе переуступить опцион в течении периода конкурсной продажи другому покупателю, выплатившему за него более высокую цену (текущая ставка опциона). В этом случае предыдущему покупателю возвращается ранее выплаченная сумма с добавлением 30% разницы между предыдущей и новой ставкой опциона.

Шаг последующей ставки опциона составляет 5% от предыдущей. Право собственности на опцион переходит от Госкомимущества последнему покупателю опциона по текущей ставки в момент завершения срока конкурсной продажи.

2.2.2 Величина предельной ставки опциона - цена опциона, после выплаты которой покупатель получает безусловное право на приобретение в собственность доли приватизируемого предприятия по цене исполнения опциона. При уплате предельной ставки опцион снимается с конкурсной продажи и становится собственностью покупателя. Покупатель имеет возможность реализовать своё право на приобретение доли приватизируемого предприятия, продать опцион по своему усмотрению на фондовой бирже или разместить заявку на продажу опциона через систему Национального депозитария.

2.2.3 Цена исполнения опциона - цена последней сделки на его приобретение, но не превышающая предельной ставки.

2.2.5 Срок конкурсной продажи - срок , в течении которого Госкомимущество сохраняет право на опционы, приобретаемые по начальной и текущей ставке.

Госкомимущество не вправе сокращать объявленный срок конкурсной продажи опционов. Владельцем опциона становится покупатель, предложивший наибольшую текущую цену на момент окончания срока конкурса.

2.2.6 Сбор заявок на приобретение опционов, доведение результатов конкурсной продажи до покупателей осуществляют агенты, инвестиционные институты, другие юридические и физические лица, работающие на основание договора с Госкомимуществом и Национальным депозитарием.

2.2.7 Базисный актив опциона - количество акций в одном опционе.

2.2.8 Долю акций от общего объема Уставного фонда, базисные активы опционов и другие условия их размещения определяет Госкомимущество.

ГАРАНТИЙНЫЙ ФОНД

3.1 Для обеспечения оперативности приема и исполнения заявок независимо от фактического поступления платежей от покупателей опционов, а также гарантирования исполнения сторонами контрактных обязательств, Госкомимущество, Национальный депозитарий, иные юридические лица не участвующие в конкурсе и агенты создают Гарантийный фонд, средства которого находятся на отдельном субсчете Национального депозитария.

3.2 Средства фонда формируются за счет:

- добровольных взносов Госкомимущества, Национального депозитария и гарантийных взносов агентов;
- части средств, поступающих от покупателей опционов;
- кредита инвестиционного банка или Госкомимущества.

3.3 Гарантийный фонд использует механизм взаиморасчетов клиринг а также взимает с агентов гарантийные взносы для обеспечения выполнения ими своих обязательств. Величина гарантийного взноса устанавливается Гарантийным фондом с учетом риска, упущенной выгоды и ряда других факторов по каждому конкретному наименованию опциона.

3.4 При подаче заявки от своего клиента на приобретения опциона агент,отвечающий за обязательства покупателя опциона оформляет расчеты по ней через Гарантийный фонд.

3.5 Выполнение клиринговых расчетов осуществляется следующим образом:

- при покупки опциона, покупатель перечисляет Гарантийному фонду ставку опциона по которой он был продан в течении 5 банковских дней со дня окончания конкурса;

- Гарантийный фонд ежедневно выполняет расчеты по принятым заявкам с учетом распределения прибыли согласно п.п. 3.6 и 3.7 без перечисления средств на расчетные счета агентов и вправе требовать пополнения гарантийного взноса до установленной величины;

- агент имеет право пополнить гарантийный взнос за счет кредитных средств Гарантийного фонда. Кредитные средства Гарантийного фонда формируются за счет средств его участников, исключая гарантийные взносы агента. За предоставленный кредит агент выплачивает 10% от заявленной суммы. Средства, полученные в качестве процентов за кредит распределяются между участниками Гарантийного фонда, формирующими кредитные средства, пропорционально предоставленным средствам;

- если агент своевременно не пополняет гарантийный взнос, Гарантийный фонд вправе заморозить субсчет агента, используя для покрытия возможных убытков сумму гарантийного взноса.

3.6 При первой продаже опциона по начальной ставке полученные от агента средства распределяются следующим образом: 45% - Госкомимуществу, 35% - Национальному депозитарию в качестве оплаты за поддержание системы в работоспособном состоянии, 20% - остаются в распоряжении агента.

3.7 При продаже опциона по текущей цене полученные средства направляются: предыдущая стоимость опциона плюс 30% разницы между старой и новой ставкой - предыдущему владельцу, 20% разницы агенту, представляющему нового владельца, 30% - Госкомимуществу, 20% - Национальному депозитарию

3.8 Ставки распределения дохода от продажи опционов по начальной и текущей цене, указанные в п.п.3.5 и 3.6 являются ориентировочными и могут корректироваться в трехстороннем договоре о совместной деятельности по реализации опционов, заключаемом между Госкомимуществом, Национальным депозитарием и Агентом.

3.9 При продаже приобретенного опциона по результатам конкурса на Республиканской фондовой бирже "Тошкент", последняя взимает плату за свои услуги в соответствии с собственным Положением.

3.10 Фактические взаиморасчеты между участниками Гарантийного фонда производятся после истечения срока конкурсной продажи.

3.11 Национальный депозитарий по первому требованию обязан представить члену гарантийного фонда сведения о состоянии его субсчета.

3.12 Гарантийный взнос, перечисленный агентом в Гарантийный фонд, а также прибыль полученная от покупки опциона могут быть перечислены ему не позднее чем через 10 дней после его запроса. Это правило не распространяется на средства, полученные агентом от сделок с опционами, по которым не закончился срок конкурсной продажи.

УСЛОВИЯ И ПРОЦЕДУРЫ ПРИОБРЕТЕНИЯ ОПЦИОНОВ

4.1 Продажа опционных контрактов осуществляется агентами, имеющими договора на эту деятельность с Госкомимуществом и Национальным депозитарием, а также Национальным депозитарием по договору с Госкомимуществом.

4.2 В соответствии с этим договором: Госкомимущество - доверяет Национальному депозитарию перечисление опционов со своего счета "депо" на счета инвесторов;

- предоставляет возможность агентам в областных центрах использовать для пересылки заявок в Национальный депозитарий систему электронной почты в своих областных управлениях;

Национальный депозитарий:

- обеспечивает агентов и инвесторов оперативной информацией о наличии опционов и текущих ценах на них;

- принимает от них заявки на приобретение опционов;

- обеспечивает все необходимые переводы по счетам "депо" и дополнительные операции, связанные с замораживанием счетов до окончания конкурса;

- обеспечивает функционирование Гарантийного фонда;

Агенты обеспечивают информацией инвесторов и предоставляют их интересы в процессе выполнения их заявок;

Участники договора принимают условия осуществления операций через Гарантийный фонд.

4.3 Агенты передают поступившие от клиентов заявки в Национальный депозитарий ежедневно в рабочие дни до 16.00 либо в письменной форме, либо с использованием системы электронной почты.

4.4 До 10.00 следующего дня Национальный депозитарий обеспечивает компьютерный отбор заявок в соответствии с приоритетами, определяемыми условиями конкурса.

4.5 В том случае, если по результатам отбора заявок, агент получает меньшее количество опционов, чем ему было заказано клиентом он вправе снять эту заявку с рассмотрения.

4.6 Агенты, чьи заявки получили право на реализацию по результатам конкурса, не позднее окончания этого же дня оформляют поручениями в Национальном депозитарии переводы по счетам "депо" и субсчетам в Гарантийном фонде. В случае не представления соответствующих поручений агент теряет право на реализацию заявки.

4.7 Агенты вправе затребовать и получить в Национальном депозитарии протокол отбора заявок.

4.8 В случае признания заявки победителем конкурса, покупатель опциона обязан в 3-х дневный срок после окончания конкурса подписать двухсторонний контракт купли-продажи и в 5-ти дневный срок перечислить деньги в Гарантийный фонд.

4.9 При нарушении указанных сроков покупатель опциона автоматически теряет на него право, опцион остается в распоряжении Госкомимущества и может быть заново выставлен на конкурс на тех же условиях, что и ранее, или на иных. Госкомимущество также вправе дать право выкупа опциона другому участнику конкурса, предложившему одинаковую наибольшую цену или ближайшую к ней.

4.10 Национальный депозитарий выдает владельцу опциона свидетельство об открытии счета "депо" и выписку со счета, подтверждающую право владением опционом.

4.11 Госкомимущество по завершению срока конкурса в 2-х дневный срок после поступления оплаты за опцион выдает его владельцу опционный контракт, подтверждающий его право на приобретение акций.

4.12 Владелец опциона не позднее чем за 15 дней до наступления срока выкупа акций по опционному контракту обязан перечислить их стоимость Госкомимуществу. При нарушении этого условия он теряет право на их приобретение и не может претендовать на возмещение стоимости опциона.

"ЗАРЕГИСТРИРОВАНО"
Министерством юстиции
Республики Узбекистан
"29" сентября 1994г. N 103

"УТВЕРЖДАЮ"
Министр финансов
Республики Узбекистан
_____ Хамидов Б.С.
"25" сентября 1994г.

Положение об аттестации сотрудников и специалистов инвестиционных институтов и фондовых бирж (фондовых отделов бирж), физических лиц на право совершения операций с ценными бумагами

ОБЩИЕ ПОЛОЖЕНИЯ

1.Настоящее Положение определяет порядок аттестации физических лиц, осуществляющих профессиональную деятельность на рынке ценных бумаг в качестве специалистов инвестиционных институтов, фондовых бирж (фондовых отделов бирж), в уставах (положениях) или внутренних правилах которых такая аттестация предусмотрена, либо в порядке индивидуальной трудовой деятельности.

Аттестации подлежат сотрудники и специалисты инвестиционных институтов, фондовых бирж (фондовых отделов бирж),

специалисты рынка ценных бумаг и другие физические лица (в дальнейшем именуемые лицами), осуществляющие деятельность от своего имени или от имени инвестиционных институтов, фондовых бирж (фондовых отделов бирж) на основе договоров, соглашений, контрактов либо в любых иных формах, предусматривающих вознаграждение,имеющие право на заключение сделок с ценными бумагами,непосредственное участие в заключении сделок с ценными бумагами, а также непосредственное формирование условий совершения сделок с ценными бумагами на фондовой бирже (фондовом отделе биржи).

Специалист рынка ценных бумаг, не являющийся сотрудником инвестиционного института или фондовой биржи(фондового отдела биржи) или физическое лицо, претендующее на получение квалификационного аттестата несет затраты по аттестации за свой счет и должен иметь свидетельство(сертификат) об окончании курса по текущей программе "Акционирование.Операции с ценными бумагами".

Специалисты инвестиционных институтов или фондовых бирж(фондовых отделов бирж) должны иметь квалификационные аттестаты и пройти очередное обучение в Национальном центре или в других курсах подготовки специалистов рынка ценных бумаг по текущей программе "Акционирование.Операции с ценными бумагами".

Не специалисты, являющиеся сотрудниками инвестиционных институтов или фондовых бирж (фондовых отделов бирж) аттестуются Аттестационной Комиссией за счет работодателя.

2. Аттестация лиц является способом обеспечения добросовестного и профессионального выполнения ими своих обязанностей перед участниками рынка ценных бумаг.

3. Органом, уполномоченным проводить аттестацию лиц на право совершения операций с ценными бумагами является Министерство финансов Республики Узбекистан, Министерство финансов Республики Каракалпакстан, финансовые управления областей и города Ташкента (далее аттестующие органы).

4. В случае, если инвестиционный институт или фондовая биржа (фондовый отдел биржи) лишены лицензии на соответствующий вид деятельности, может рассматриваться вопрос об аннулировании квалификационных аттестатов лиц, являющихся конкретными виновниками лишения инвестиционного института или фондовой биржи лицензии на соответствующий вид деятельности.

5. Для покрытия расходов Аттестационной Комиссии аттестующим органом с аттестуемых взимается единовременный сбор.

Процедура аттестации оформляется договором между аттестующим органом и аттестуемым лицом (либо заинтересованным инвестиционным институтом или фондовой биржей).

При неудовлетворительных итогах аттестации единовременный сбор не возвращается. Каждая последующая попытка аттестации сопровождается заключением нового договора

6. К аттестации допускаются лица и специалисты, прошедшие обучение в Национальном центре или курсах подготовки специалистов рынка ценных бумаг по программе "Акционирование.Операции с ценными бумагами".

7. Лица, претендующие на получение квалификационного аттестата на право совершения операций с ценными бумагами, должны отвечать требованиям наличия необходимого уровня профессиональных знаний в области рынка ценных бумаг и акционирования.

ПОРЯДОК АТТЕСТАЦИИ

8. Министерством финансов Республики Узбекистан аттестуются по первой категории:

- сотрудники фондовых бирж (фондовых отделов бирж);
- сотрудники банков, выступающих в качестве инвестиционных институтов;
- сотрудники инвестиционных фондов;
- специалисты инвестиционных институтов;
- специалисты, претендующие на получение квалификационного аттестата первой категории;

9. Министерством финансов Республики Каракалпакстан, финансовыми управлениями областей и города Ташкента аттестуются лица, претендующие на получение квалификационного аттестата второй категории.

10. Аттестующий орган создает для проведения аттестации комиссию с привлечением на договорной основе наиболее квалифицированных представителей научных организаций, учебных заведений, служащих фондовых бирж (фондовых отделов бирж), банков, специалистов инвестиционных институтов.

Комиссия действует согласно "Порядка работы Аттестационной Комиссии по аттестации лиц на право совершения операций на рынке ценных бумаг (приложение 3).

Квалификационные экзамены проводятся Аттестационной Комиссией согласно "Правил проведения квалификационных экзаменов по аттестации лиц на право совершения операций на рынке ценных бумаг" (приложение 4).

11. Лицо, претендующее на получение квалификационного аттестата, представляет в аттестующий орган следующие документы:

- заявление на получение квалификационного аттестата;
- анкету по форме согласно приложения N1;
- копии документов об образовании и окончании Национального центра подготовки специалистов рынка ценных бумаг

или специального курса "Акционирование.Операции с ценными бумагами", действующего при других юридических лицах;

- реферат на тему, выданную аттестующим органом;

- копию платежного поручения об уплате единовременного сбора.

12. Документы рассматриваются в срок, не превышающий 15 дней с момента их представления аттестующему органу.

При ненадлежащем оформлении представленных документов до сведения лица в письменном виде доводиться мотивированный отказ в допуске к экзаменам.

В случае возникновения сомнений в достоверности представленных в анкете сведений у кандидата на получение квалификационного аттестата могут быть затребованы дополнительные документы, подтверждающие представленные сведения.

13. При отсутствии замечаний по представленным документам лица допускаются к проведению экзамена на получение квалификационного аттестата.

14. Экзамен на проведение квалификационного аттестата проводиться в устной форме, с представлением и защитой письменной работы (реферата). Результаты экзамена определяются большинством голосов членов комиссии и оформляются протоколом.

15. Аттестующий орган ведет реестр выданных квалификационных аттестатов. В реестре указывается фамилия, имя, отчество лица; паспортные данные; дата выдачи и срок действия квалификационного аттестата; место рождения, домашний адрес, место работы.

Один раз в полугодие сведения о специалистах, имеющих квалификационные аттестаты, сообщаются в Министерство финансов Республики Узбекистан.

16. При выявлении фактов искажения представленных сведений как до, так и после получения квалификационного аттестата (либо права на его получение) лицо лишается на право работы на рынке ценных бумаг в течении трех лет.

При повторном выявлении фактов искажения представленных сведений лицо лишается квалификационного аттестата (либо права на его получение) на право работы на рынке ценных бумаг.

17. Лицо, аттестованное положительно, получает право на совершение операций с ценными бумагами на срок, устанавливаемый аттестующим органом, до 3 лет.

18. Лицо, имеющее квалификационный аттестат, по истечении срока его действия представляет в аттестующий орган заявление на продление срока действия квалификационного аттестата и вновь заполненную анкету по форме согласно приложению N1.

Аттестующий орган вправе потребовать от фондовой биржи (фондового отдела биржи), инвестиционного института, в котором

работает специалист, а также от других специалистов рынка ценных бумаг, дополнительную информацию для решения вопроса о продлении срока действия квалификационного аттестата специалиста.

Аттестующий орган вправе обязать специалиста к повторной сдаче экзамена в случаях:

- наличия обоснованных претензий к специалисту со стороны инвестиционных институтов, фондовых бирж (фондовых отделов бирж), специалистов рынка ценных бумаг, Аттестационной Комиссии;

- наличия обоснованных претензий к специалисту со стороны клиентов;

- банкротства инвестиционного института либо фондовой биржи (фондового отдела биржи), где специалист работал до такового в течении года;

- существенного изменения законодательства, регулирующего обращение ценных бумаг.

19. Устанавливаются категории квалификационных аттестатов для специалиста:

- квалификационный аттестат I (первой) категории выдается специалистам на право работы с юридическими лицами и населением;

- квалификационный аттестат II (второй) категории выдается специалистам на право работы с юридическими лицами.

20. Квалификационные аттестаты оформляются по форме согласно приложению N2. Выдача квалификационного аттестата специалисту осуществляется в срок, не превышающий 15 дней с даты проведения экзамена.

КОНТРОЛЬ ЗА ИСПОЛЬЗОВАНИЕМ КВАЛИФИКАЦИОННЫХ АТТЕСТАТОВ

21. Контроль за использованием выданных квалификационных аттестатов на право совершения операций с ценными бумагами осуществляется аттестующим органом.

22. Аттестующий орган может аннулировать или приостановить их действие в случае, если специалист:

а) решением аттестационной комиссии соответствующего органа признан не достаточно квалифицированным по результатам своей деятельности;

б) был осужден за корыстные преступления;

в) нарушал требования законодательства Республики Узбекистан, регулирующего рынок ценных бумаг;

г) уличен в незаконном использовании конфиденциальной информации.

23. Специалист, лишенный квалификационного аттестата на право совершения операций с ценными бумагами, имеет право обжаловать действия соответствующего аттестующего органа в

Министерстве финансов Республики Узбекистана, а также в судебных органах.

24. Содержание экзаменационных билетов и тематика рефератов разрабатывается аттестационной комиссией с учетом следующих требований: наличие необходимых знаний законодательства, действующего на территории Республики Узбекистан, нормативных документов Правительства, инструкций Министерства финансов Республики Узбекистан, регулирующих обращение ценных бумаг и деятельность субъектов рынка ценных бумаг.

Министерство финансов Республики Узбекистан утверждает и публикует базовый перечень экзаменационных билетов.

" ЗАРЕГИСТРИРОВАН "
Министерством Юстиции
Республики Узбекистан
под N 133 от
"29" марта 1995 года

" УТВЕРЖДАЮ "
Первый Заместитель Председателя
Госкомимущества Республики
Узбекистан
_____ Ш.Р.ГАФУРОВ
" 25 " марта 1995 года

Положение "О порядке начисления и выплаты дивидендов акционерными обществами"

1.Настоящее положение регулирует порядок начисления и выплаты дивидендов по акциям в акционерных обществах.

2.Решение о начислении размера дивидендов принимается общим собранием акционеров по результатам аудиторской проверки финансово-хозяйственной деятельности акционерного общества за отчетный период. На общем собрании акционеров должно присутствовать не менее 60 % от общего числа акционеров.

3. На выплату дивидендов направляется остаток чистой прибыли после уплаты налогов, других обязательных отчислений и формирования специальных фондов.Акционерные общества имеющие государственную долю акций в размере 51%, общий размер специальных фондов не должен превышать 40 % от чистой прибыли (резервный фонд,фонд потребления,фонд развития производства,фонд социального развития).

4 . Размер дивидендов заранее не устанавливается , а зависит от результатов производственно-хозяйственной деятельности за истекший период, за исключением привилегированных акций, по которым дивиденды выплачиваются в виде заранее установленного твердого процента к номинальной стоимости акции. В случае недостаточности суммы прибыли, дивиденды по привилегированным акциям выплачиваются за счет резервного фонда. Если по итогам года размер дивидендов по простым акциям окажется выше, чем по

привилегированным акциям, то выплата по ним может производиться по более высоким процентам на основании решения общего собрания акционеров.

5. По простым, именным акциям размеры дивидендов, также определяются на общем собрании акционеров .

6. Если в годовом балансе общества имеются убытки, то акционерное общество не вправе выплачивать дивиденды по простым, именным акциям и акциям на предъявителя.

7. Дивиденды начисляются только по выкупленным акциям, т.е. находящимся в обращении.

8. На получение дивиденда имеют право акции, приобретенные не позднее, чем за 30 дней до официально объявленной даты его выплаты.Учет вкладов и движения ценных бумаг осуществлять согласно приложения N 2.

9. По решению общего собрания дивиденды могут быть направлены на увеличение уставного фонда или выплачены в виде товара, в виде ценных бумаг, приобретенных у других акционерных обществ, организаций и предприятий.

10. Акционерное общество открытого типа публикует в средствах массовой информации данные о размере, выплачиваемых дивидендов и о результатах аудиторской проверки по итогам финансово-хозяйственного года .

11 . Акционерное общество выплачивает дивиденды в виде чеков, платежных поручений через сберегательные банки, почтовым или телеграфным переводом за счет акционера.

12 . При уплате дивидендов по акциям частных лиц или членам трудового коллектива удерживается подоходный налог в соответствии с установленным налоговым законодательством Республики Узбекистан.

13. Дивиденды, не востребованные владельцем акции или его законным правоприемником, наследником в установленные сроки, по истечении исковой давности Гражданского кодекса Республики Узбекистан, остаются в распоряжении акционерного общества.

14. Госкомимущество осуществляет контроль за своевременной выплатой дивидендов по доле государства в соответствии с Постановлением Кабинета Министров РУ за N171 от 29.03.94 года.

15. Акционерное общество, имеющее долю государства, обязано представлять финансовые квартальные и годовые отчеты в органы Госкомимущества, а также результаты проведенной аудиторской проверки по итогам финансово-хозяйственного года.

16. По итогам финансово-хозяйственного года Госкомимущество по ходатайству акционерного общества может рассмотреть вопрос о передаче дивидендов по государственной доле акций на договорной основе Обществу (приложения N4,5)

Расчет дивидендов по государственной доле акций

Прибыль (ЧП), подлежащая распределению между акционерами, образуется после исключения из валового дохода (ВД):

- себестоимости продукции (Сп);
- платежей в бюджет и прочих обязательных отчислений (П);
- фондов специального назначения в размере не более 40% (ФСП)

$$ЧП = ВД - Сп - П - ФСП$$

После указанных отчислений определяется размер дивиденда по простым акциям в процентах (за минусом суммы дивидендов по привилегированным акциям):

$$ДИВИДЕНДЫ = (ЧП - (Кп * Нп) * Пп / 100\%) * 100\% / (САО - САП)$$

где: САО - сумма акций в обращении ,
САП -сумма привилегированных акций,
Кп - количество привилегированных акций,
Нп - номинал привилегированной акции
Пп - твердый процент по привилегированным акциям, установленный общим собранием акционеров.
Доход по акции составит:
- по привилегированной (Нп * Пп) / 100 %
- по простой (Нак * ДИВИДЕНД) / 100 %

Примерный расчет дивидендов и расчетная ведомость определения суммы дохода отражены в приложении N 1.

Приложение N 1

Примерный расчет размера дивиденда по государственной доле акций (цифры приняты условно)

1. Уставный фонд АО	2300 тыс.сум.
в том числе:	
- сумма привилегированных акций	230 тыс.сум.
- сумма простых акций	1472 тыс.сум.
- доля государства (26%)	598 тыс.сум.
2. Номинал акции	100 сум
3. Процент дивиденда по привилегированным акциям	100 %
4. Количество акций	23000 шт
- привилегированных акций	2300 шт
- простых акций	14720 шт
- по доле государства (26%)	5980 шт
5. Валовый доход	8500 тыс.сум.
6. Себестоимость продукции	5100 тыс.сум.
7. Прибыль	3400 тыс.сум.
8. Платежи в бюджет и прочие обязательные отчисления	1292 тыс.сум.
9 Прибыль, остающаяся в распоряжении акционерного общества	2108 тыс.сум.
10. Специальные фонды	843.2 тыс.сум
11. Сумма средств, направляемая на оплату дивидендов	1264.8тыс.сум.

ДИВИДЕНДЫ = (ЧП - (Кп * Нп)*Пп/100 %) * 100 % / (САО - САП) =

(1264800 - (2300*100)*100/100) * 100 % / (2300000 - 230000) =

1034800 * 100 % / 2070000 = 49.9 %

Размер дивиденда по простой акции составит:

- 100 сум * 49.9 % / 100 % = 49.9 сум.

Сумма дивидендов по государственной доле акций равная 298402 сум (598000 сум * 49.9 / 100), подлежит направлению на развитие и техническое перевооружение акционерного общества.

Сведения об организациях участниках фондового рынка Республики Узбекистан (адреса и телефоны)

Наименование организации	Телефон	Адрес
Республиканская фондовая биржа "Тошкент"	(3712)	
Филиалы РФБ		
Андижанский филиал	(37422)5-73-40, 5-73-67	
Самаркандский филиал	(3612)31-04-99 24-28-95	
Нукусский филиал	(36122)4-47-73, 4-18-63	
АО Национальный депозитарий "Вакт"	(3712)	г.Ташкент,ул.Амира-Тимура 24
Филиалы АО Национального депозитария "Вакт"		
Каракалпакский филиал	(36122)4-47-73	Респ.Каракалпакстан г.Нукус,ул.Шамурадова 117-б
Андижанский филиал ("Азия консалтинг групп"	(37422)5-73-67 5-18-43,5-07-46	г.Андижан,проспект Навои 126
Ташкентский филиал (Акционерно-коммерческий банк "Турон")	(3712)42-23-85	Ташкент,ул.Абая 6
Самаркандский филиал	(3662)31-00-82	г.Самарканд,ул.Шота-Руставели 22-а
Хорезмский филиал	(36222)6-21-29	г. Ургенч,ул.Аль-Хорезми, дом Советов 23
Регистрационные пункты АО Национального депозитария "Вакт"		
Бухарский регистрационный пункт	(36522)3-99-03	г.Бухара,ул.Муминова 3
Навоийский регистрацион. пункт	(43622)3-84-92	г.Навои, в здании Территориального управления ГКИ
Национальн. инвестицион. фонд приватизации	(3712)39-17-63 факс39-42-74	г.Ташкент пл.Мустакиллик 6

Наименование организации	Телефон	Адрес
Филиалы инвестиционного фонда:		
Андижанский	(37422)5-55-23 5-55-23	г.Андижан,пр.Навои 126,каб. 210
Наманганский	(36922)4-23-84	г.Наманган,ул.Гагарина 36,4этаж
Ферганский	(3732)24-80-75 24-28-23	г.Фергана
Самаркандский	(3662)33-03-02	г.Самарканд,ул.Кук-сарай,корпус "Г", 4 этаж
Сурхандарьинский	(37622)3-36-53 4-36-53	г.Термез,ул.Худжаева 17
Сурхандарьинский	022-074	Сариасийский р-н к-з Ахунбабаева ул.Янгихает
Сырдарьинский	(36722)2-39-08	г.Гулистан,ул.Аллея Героев 1
Джизакский	(3172)4-17-15 4-24-28	г.Джизак, ул.Пахтакорская 19
Бухарский	(36522)3-99-03	
Хорезмский	(36222)6-40-29	г. Ургенч,ул.Т.Махмуда 15
Инвестиционные компании		
Страховая компания "Веста" (имеет фондовый магазин)	(3712)39-41-76 77-82-50	г.Ташкент, ул.Чиланзарская д.80, гост. Шифокор, к. 203, 205
ЖАМ (имеет фондовый магазин)	(3712)77-13-44 (вн.555)	г.Ташкент, ул.Чиланзарская,д.1, киност. "Узбекфильм"
Истикбол Инвест (имеет фондовый магазин)	(37422)52-567 52-603	г.Андижан, проспект А.Навои,д.35
Макс-инвест ФОНД (имеет фондовый магазин)	(3712)39-41-76	г.Ташкент, ул.Навои, д.40
Карши-Инвест (имеет фондовый магазин)	(37522)44-767 44-078	г.Карши, пл.Мустакиллик, д.2
Фаргона (имеет фондовый магазин)	(37322)	г. Фергана, ул.А.Навои, д.13
Узфининвест	(3712)72-54-92 72-54-93	г.Ташкент, ул.Дружбы народов, д.100

Наименование организации	Телефон	Адрес
Бюр инвест фондовый магазин	(36222)62-129	г.Ургенч, ул.Пушкина, д.2 г.Ургенч, ул.Аль-Хорезми, 27
Навои-инвест (имеет фондовый магазин)	(43622)41-383	г.Навои, ул.Х.Дустлиги,138 А
Нукусский филиал "Макс-инвест ФОНД" (имеет фондовый магазин)	(36122)22-788	г.Нукус, ул.Дослык Гузары, 94а
Инвест.компания "Азамат"	(36522)39-903	г.Бухара, ул.И.Му- минова, д.3
Инвест.компания "Бухара-инвест"	(36522)39-903	г.Бухара, ул.И.Му- минова, д.3
АООТ Инвесткомпания "Сырдарьяинвест" (имеет фондовый магазин)	(83672)2-39-08	г.Гулистан, ул.Аллея Героев,1
ФИК "Узгуштсаноатинвест"	(3712)44-29-16 44-35-27	г.Ташкент, ул.Кох-ота, 75
Секнор-Инвест		
ФИК "Джизак-Инвест" (имеет фондовый магазин)	(37222)3-07-39	г.Джизак, ул.Ш.Рашидова, 63
"Инвестбанк"	(3712)44-07-82	г.Ташкент, ул.Навои, 18
Брокерские конторы		
Узагропромбанк	(3712)78-10-94	г.Ташкент, ул.Муки- ми. д.43
Прогноз (имеет фондовый магазин)	(3712)41-46-50	г.Ташкент, ул.Навои, д.18, офис 42
АКБК "Турон" (имеет фондовый магазин)	(3712)42-27-30 42-28-60	г.Ташкент, ул.Навои,д. 44
Консенсус ЛТД фондовый магазин	(3712)	г.Ташкент, ул.Бабура, д.67, кор. 8, кв.31 г.Ташкент, ул.Навои, 24
МИФ-брокер	(3712)	г.Ташкент, пл.Муста- киллик,д.6
Тараккиет фондовый магазин	(3712)32-72-30	г.Ташкент, ул.З.Шам- суддиновой, д.6 г.Ташкент,ул.З.Шам- сутдиновой, д.1

Наименование организации	Телефон	Адрес
Промстройиндустрия (имеет фондовый магазин)	(3712)53-49-31	г.Ташкент, ул.Мукими, 1-й туп, д.7
Дарахт	(3712)48-26-32 48-28-20	г.Ташкент, м-в Юнус-Абад, кв-л 10, д.18
Мулк	(3712)39-45-37	г.Ташкент, пл. Мустакиллик, д.6
Азия-Консалтинг групп	(37422)57-340 57-367	г.Андижан, проспект Чулпон,д.38
ЦИАР (имеет фондовый магазин)	(3712)50-99-64	г.Ташкент, пр.Роза д.7
Согда (имеет фондовый магазин)	(3662)31-14-98 24-28-35	г.Самарканд. ул.Ш.Руставели, д.22а
Аль-КАГАН (имеет фондовый магазин)	(3712)63-57-95 62-74-33 (36737)33-031	г.Ташкент, ул.Ф.Ходжаева, д.34 г.Янгиер, ул.Физкультурная, д.4
Аверс фондовый магазин	(3712)41-58-31	г.Ташкент, ул. У.Юсупова, д.1 г.Ташкент, ул.А.Кодири, 5
Юнимаркет	(3712)33-01-95	г.Ташкент, ул.Ахунбабаева, д.36
Элава и Ко	(3712)67-44-45 68-17-16	г.Ташкент, ул.Дыбенко,д.42
Барустал компас (имеет фондовый магазин)	(3712)44-34-10	г. Ташкент, Ц-14, д.33
Памир (имеет фондовый магазин)	(3712)46-99-08 46-99-02	г.Ташкент,ул.Ростовская, д.37
Аль-Пари-Холдинг (имеет фондовый магазин)	(3712)35-32-10 34-44-49 78-33-53	г.Ташкент, ул.А.Кадырий,д.2 г.Ташкент, ул.Чиланзарская, д.85, кв.97
ДАХ (имеет фондовый магазин)	(3712)35-85-93 35-88-23	г.Ташкент, ул.А.Темура, д.66
Нигора	(3712)	г.Ташкент,Ц-4, д.4, кв. 16
Ферин (имеет фондовый магазин)	(3712)53-10-81	г.Ташкент,м-в Сергели-8, д.22, кв.32
Сарбон (имеет фондовый магазин)	(3712)69-45-22	г.Ташкент, ул. Курчатова, д. 1/2

Наименование организации	Телефон	Адрес
Кентавр	(3712)	г.Ташкент,ул.Машъал, туп. 1, д.7
Далол	(36222)	г. Ургенч, ул. Пушкина, д.2
Узтадбиркорбанк	(3712)33-18-75 33-81-03	г.Ташкент, ул.Жуковского,д.52
Дакола (имеет фондовый магазин)	(3712)41-47-53	г.Ташкент, ул.У.Юсупова,д.1
"ТАТАТ"	(3712)33-40-32 (3712)33-88-78	г.Ташкент, ул.Мовараунахр, д.4 г.Ташкент, ул.Мукими, д.100, кв.36
ЗАР (имеет фондовый магазин)	(3712)	г.Ташкент, ул.Дружбы народов, д.2
БК "Тадбиркор" (имеет фондовый магазин)	(37522)44-767	г.Карши, пл. Мустакиллик, д.2
М.П. "Веста-М"	(3712)54-95-21	г.Ташкент, ул. 40 лет Комсомола, 30а
"Билармон" (имеет фондовый магазин)	(3712)24-65-18 40-17-82	г.Ташкент, ул.Арифова 6, д.9а
Б.К.по ценным бумагам при Наманганском ГКИ	(36922)6-25-15	г.Наманган ул.Гагарина,7
ООО Стройфинтаст (имеет фондовый магазин)	(3712)45-48-51	г.Ташкент, пр.Узбекистанский, 16
ОО "Олтраст"	(3712)77-72-52 77-06-63 77-06-77	г.Ташкент, ул.Бабура, 36
Денов-брокер	(37641)9-40-77	Сурх.обл. г.Денау, ул.Ш.Рашидова.269
Брокерская фирма "Клот"	(3712)55-25-84	г.Ташкент, ул.Бабура, д.58
ООО Финменеджмент (имеет фондовый магазин)	(3712)64-95-94	г.Ташкент, ул.А.Темура, 62
МП "Февраль"	(3712)53-71-61	г.Ташкент, ул.Кушбеги, 18
ООО "Инвекосм"	(3712)78-31-44	г.Ташкент, ул.А.Ниязова, 19
Фирма "Бизнес-Инвест" (имеет фондовый магазин)	(3712)39-19-01 39-42-68	г.Ташкент, ул.Кадыри,13
ООО "Каусар"	(3712)68-53-89	г.Ташкент-143, ул.Курбанова, 39

Наименование организации	Телефон	Адрес
ООО "Брокин"	(3712)96-32-01	г.Ташкент, ул.Валижанова, 3а
"Батыр-Р"	(3712)45-76-82	г.Ташкент, ул.Навруз 2/3
ООО Хамкор-Финанс	(3712)76-86-71	г.Ташкент, ул.Катартал, 29
ООО Турон Мулк Сервис (имеет фондовый магазин)	(3712)44-17-80	г.Ташкент, ул. Навои, 18
БК "Марказ"	(3712)44-59-43	г.Ташкент ул. Навои, 7
Карвон-Инвест		
КБ "Узгеолбанк"	(3712)56-18-72	г.Ташкент, ул.Шевченко, 11

Словарь терминов рынка ценных бумаг

А

Агент по трансферту (передаче акций) - юридическое или физическое лицо, обеспечивающее учет всех зарегистрированных владельцев акций (адреса, количества и стоимость акций и т.д.). Следит за оформлением представленных для трансферта сертификатов, выдачей новых сертификатов в случае аннулирования прежних и т.д.

Аккредитованные на бирже фирмы - фирмы, получившие право иметь несколько представителей в торговом зале, но не более определенного количества. Например, Ванкуверская фондовая биржа разрешает иметь пять человек на одно место, а Торонтская - до шести на место и не более 36 всего. Этих людей называют по-разному: торговыми представителями, аторнеями торгового зала, трейдерами и т.д. Они должны быть либо партнерами, либо директорами биржевой фирмы, либо ее постоянными сотрудниками и отвечать требованиям, предъявляемым биржей к их возрасту, опыту, формальному образования и знакомству с торговыми правилами.

Активные акции - акции, которыми часто торгуют на рынке ценных бумаг и которые обладают значительным диапазоном колебаний курса. Такие акции имеют достаточно широкий рынок, покупать и продавать такие акции легче, чем остальные. Кроме того, с этими акциями практически всегда возможно совершение операций по рыночному курсу.

Активы инвестиционного фонда - имущество фонда, в состав которого входят долгосрочные активы (долгосрочные финансовые

вложения) и текущие активы (краткосрочные финансовые вложения, денежные средства и средства в расчетах).

Акции роста - акции растущих компаний, для которых характерен высокий (выше среднего) темп роста за несколько лет. Простое повышение цены должно базироваться на постоянных факторах - более высокой норме прибыли, растущей стоимости активов, растущей выручке, растущем оборотном капитале и т.п. Акциям растущих компаний присущ высокий уровень дохода на инвестированный капитал как за ряд прошедших лет, так и на ряд лет вперед.

Акционер - владелец акций.

Акционерное общество - общество, имеющее уставный фонд, разделенный на определенное число акций, указанной в них равной номинальной стоимости, и несущее ответственность по обязательствам только своим имуществом.

Акционерный капитал - капитал, образованный путем выпуска акций, включая привилегированные и обычные акции.

Акционерный сертификат (сертификат на акции) - документ, удостоверяющий размер собственности акционера в корпорации. Получение сертификата сопровождается покупкой акций (акции).

Акция - ценная бумага без установленного срока действия, удостоверяющая внесение юридическим или физическим лицом определенного вклада в уставный фонд акционерного общества, подтверждающая участие ее владельца в собственности данного общества и дающая ему право на получение дивиденда и, как правило, на участие в управлении этим обществом.

Андеррайтинг - способ оперативного и эффективного проведения открытого (публичного) размещения ценных бумаг. Осуществляется в форме покупки ценных бумаг новых выпусков с целью продажи. Андеррайтинг гарантирует эмитенту получение в результате размещения определенной суммы денег.

Арбитраж - один из способов разрешения какого-либо спора, связанного с исполнением контракта, по усмотрению третьей незаинтересованной стороны. Арбитраж может быть только добровольным и считается более простым и более дешевым методом разрешения споров, чем обычная юридическая процедура.

Аукцион - способ продажи некоторых товаров, в том числе ценных бумаг, с публичного торга в заранее установленное время и в определенном месте. Осуществляется через брокеров или агентов на бирже.

Аффилированное лицо физического или юридического лица (акционерного общества, товарищества, государственного предприятия) - его управляющий, директора и должностные лица, учредители, а также акционеры, которым принадлежат 25 и более процентов голосующих акций. В число аффилированных лиц управляющего входят все

инвестиционные фонды, заключившие с ним договор об управлении инвестиционным фондом.

Аффилированная группа инвестиционного фонда - инвестиционный фонд, управляющий инвестиционным фондом, а также все аффилированные лица данного инвестиционного фонда и его управляющего.

Б

Баланс - бухгалтерский документ, характеризующий изменение финансового состояния предприятия (компании) по сравнению с началом отчетного периода.Источник информации для анализа ценных бумаг корпораций.

Балансовая стоимость акций - отношение собственного капитала корпорации к ее уставному капиталу. Под уставным капиталом понимается сумму всех выпущенных акций. Собственный капитал складывается из уставного капитала, сформированных резервов корпорации и полученной ею чистой прибыли. Балансовая стоимость акций исчисляется как частное от деления чистой стоимости активов корпорации на количество выпущенных, а иногда - распространенных акций.

Банки акционерные - банки, капиталы которых формируются за счет организации выпуска и продажи акций учредителям, акционерам. Учредителями и акционерами могут быть предприятия, организации, частные лица, другие банки, совместные предприятия, иностранные предприятия и банки и др. Банки акционерные осуществляют расчетно-кредитное обслуживание своих клиентов, производят операции между банками, факторинговые, лизинговые операции, международные расчеты, хранение и размещение денежных вкладов, консультационные и посреднические услуги. Однако деятельность их отвечает прежде всего интересам акционеров.

Бесплатная акция - вид акций, выпускаемых для распределения среди акционеров компании, обычно пропорционально количеству уже принадлежащих им акций.

Биржевая котировка - регистрация биржевыми органами стихийно складывающихся курсов ценных бумаг с учетом состоявшихся биржевых сделок.

Биржевой арбитраж - орган, разрешающий споры, возникающие по биржевым сделкам и иным вопросам биржевой торговли.

Биржевой индекс - показатель биржевой активности, позволяющий следить за курсом акций.

Биржевой курс - продажная цена ценной бумаги, обращающейся на бирже. Биржевой курс ценной бумаги зависит от размера дивиденда, уровня ссудного процента и других факторов. Номинальная цена акции в отличие от номинальной цены облигации не влияет на биржевой курс.

Биржевые сделки - операции, проводимые на бирже. Они подразделяются на кассовые и срочные. В первом случае расчет по сделке должен быть произведен сразу после её заключения. Во втором случае расчет будет произведен в обусловленный при заключении сделки срок по курсам, зафиксированным в момент заключения сделки. При этом прибыль получают либо продавец, если курс понизится к моменту исполнения сделки, либо покупатель, если курс повысится. На биржах, где разрешены оба вида сделок, фактически образуется множественность курсов. Цена бумаг, явившихся объектом кассовых сделок, будет отличаться от цены тех же бумаг, если они станут объектом срочных сделок.

Брокер - финансовый посредник, совершающий сделки с ценными бумагами только по поручению клиента и только за его счет. Брокер, чья брокерская фирма является членом фондовой биржи, может торговать акциями на данной бирже.

Брокерская контора - фирма, занимающаяся посредническими операциями по купле-продаже ценных бумаг или других товаров.

В

Варрант - ценная бумага, обладатель которой получает право покупки ценных бумаг по установленной цене в течение определенного периода времени или бессрочно.

Возвратность ценных бумаг - резервирование эмитентов права отозвать выпущенные ценные бумаги. Возвратность ценных бумаг, с одной стороны, может быть охарактеризована как их отзыв путем выкупа. Такая характеристика применяется в отношении возвратных акций. С другой стороны, возвратность связана с досрочным погашением путем отзыва, что присуще отзывным облигациям.

Возвратные акции - тип привилегированных акций, эмитент которых имеет право выпустить их с надбавкой к номиналу.

Внебиржевой рынок - рынок, не имеющий в отличие от биржевого рынка определенного торгового центра и границ его влияния. Внебиржевой рынок возник как своеобразная альтернатива биржевого оборота. Многие новые компании, объявлявшие подписку на акции и становившиеся публичными, не могли выходить на биржи, так как параметры не соответствовали критериям, предъявлявшимся для регистрации бумаг на бирже. Но внебиржевой рынок нельзя рассматривать как некое неполноценное формирование. В США, например, в последние годы многие компании, которые отвечают требованиям регистрации на биржах, предпочитают использовать внебиржевой рынок, поскольку, по их оценке, более разветвленная система внебиржевого оборота выгоднее излишне жесткой и централизованной системы на биржах.

Внебиржевой оборот - торговля ценными бумагами:

- небольших фирм, действующих в отраслях экономики, не имеющих перспектив роста;

- крупных кредитно-финансовых учреждений (особенно банков), традиционно ограничивающих сферу хождения своих акций внебиржевым рынком;

- компаний, учреждаемых в новых и новейших отраслях экономики и потенциально способных превратиться в крупные корпорации. В особые группы выделяются государственные ценные бумаги, муниципальные и корпоративные облигации, иностранные фондовые бумаги. При этом учитываются различия между новыми выпусками ценных бумаг и ценными бумагами, уже " прожившими " определенный цикл своей жизни в обращении.

Внешняя стоимость опциона - сумма денег, которую покупатель опциона готов заплатить за эту ценную бумагу в расчете на то, что со временем цена опциона возрастет.

Внутренняя стоимость опциона - разница между рыночной ценой соответствующей ценной бумаги и ценой сделки по опциону. Внутренняя стоимость опциона характеризует тот доход, который его владелец получил бы, предприняв немедленную его продажу.

Выкуп с премией - способ обеспечения возвратности ценной бумаги. Премия выступает формой компенсации за ее возможный выкуп, возникает в результате того, что выкупная цена устанавливается ниже нарицательной стоимости.

Выкупной фонд - заранее формируемый компанией фонд для выкупа своих ценных бумаг. Выкупной фонд выступает своеобразным амортизатором в случае падения цены ценной бумаги ниже той, которая была установлена при ее выпуске.

Выкупные акции - акции, выпущенные и затем вновь купленные корпорацией-эмитентом. Они могут быть помещены на бессрочное хранение в компании, заново пущены в оборот или погашены. В случае, когда акции находятся на хранении у компании,дивиденды по ним не выплачиваются и по ним отсутствует право голоса.

Выписка из реестра акционеров - документ , выдаваемый держателем реестра акционеров и подтверждающий записи, содержащиеся в реестре, не являющийся ценной бумагой, передача которого от одного лица другому не означает совершение сделки и влечет переход прав на акции.

Выпущенный капитал корпорации - проданная часть уставного капитала корпорации. Обычно выпускается акций меньше, чем позволяет устав, чтобы в будущем можно было получить дополнительные средства с помощью дополнительных выпусков.

Г

Гарантированные облигации - облигации, которые гарантируются не корпорацией-эмитентом, а иными компаниями. Чаще

всего в мировой практике они используются транспортными компаниями (в основном железнодорожными) в тех случаях, когда эмитент предоставляет какой-либо компании в аренду оборудование. Взамен эта компания выступает гарантом по облигациям, выпускаемым первой фирмой, а также дочерними компаниями крупных фирм. Обычно гарантом является более сильная с экономической точки зрения корпорация, что придает этим облигациям большую надежность и, следовательно, позволяет снижать ставки процента по ним. В случае неплатежеспособности компании-эмитента все претензии облигационеров удовлетворяются гарантом. Чаще всего гарантии распространяются и на всю сумму, и на проценты, но могут быть случаи, когда гарантией покрываются только проценты.

Глобальный сертификат - это ценная бумага, которая оформляет выпуск безналичных ценных бумаг и удостоверяет имущественные права инвестора без предъявления ценных бумаг данного выпуска.

Государственные ценные бумаги - облигации, казначейские векселя и другие государственные обязательства, выпускаемые центральными правительствами, местными органами власти и т.п. с целью размещения займов и мобилизации денежных ресурсов. Различают: рыночные и нерыночные государственные ценные бумаги. Первые, например, казначейские векселя, ноты, облигации. Они свободно продаются и покупаются на денежном рынке; вторые - сберегательные облигации, сберегательные сертификаты и т.п. Эти ценные бумаги могут быть в любой момент предъявлены к оплате государству, но при досрочном предъявлении процентные выплаты по ним резко снижаются.

Группа сбыта - группа инвестиционных дилеров и иных финансовых корпораций, содействующих банковской группе в размещении ценных бумаг новых выпусков в том случае, когда выпуск не находит полного сбыта. Группа сбыта не принимает на себя финансовую ответственность за размещение, т.е. не покупает ценные бумаги за свой счет и на свое имя.

Д

Депозитарий инвестиционного фонда - банк или иное юридическое лицо, не являющееся аффилированным лицом этого инвестиционного фонда, осуществляющее действия с ценными бумагами; а также денежными средствами, принадлежавшими фонду, ведущее учет движения этого имущества фонда и осуществляющее другие функции согласно Депозитарному договору.

Держатель реестра акционеров - юридическое лицо, осуществляющее деятельность по ведению и хранению реестра акционеров.

Диверсификация ценных бумаг - средство согласования ("примирения") их надежности и доходности путем распределения

вкладываемых средств между разными их видами. Диверсифицировать ценные бумаги можно также исходя из отраслевой или территориальной принадлежности предприятий, чьи бумаги покупаются , или, например, для облигаций - исходя из срока их погашения. При этом желательно обеспечивать равновесие прежде всего между бумагами компаний, развивающихся высокими темпами, и бумагами компаний, темпы развития которых близки к средним.

Дивиденд - часть прибыли компании, корпорации, распределяемая между акционерами в виде определенной доли от стоимости акций. Дивиденд, выплачиваемый держателям преференциальных акций (преференциальный дивиденд) является фиксированным в годовом исчислении, а дивиденд выплачиваемый держателям обычных акций (обычный дивиденд), колеблется в зависимости от финансового положения компании. Преференциальный дивиденд распределяется до того, как уплачиваются налоги и распределяется обычный дивиденд. Компания юридически не обязана выплачивать ни тот, ни другой дивиденд. Она делает это, когда прибыль достаточно велика.

Дизажио - понижение биржевого курса ценных бумаг по сравнению с их номинальной стоимостью. Дизажио обычно выражаются в процентах к номиналу.

Дилер (джоббер) - финансовый посредник, имеющий возможность и право заключать сделки по собственному усмотрению, за свой счет. Основная разница между брокером и дилером - в их разных возможностях. Дилер осуществляет профессионально значительно более зрелые функции, что требует высокой квалификации и, естественно, солидной финансовой базы. В зависимости от сектора рынка ценных бумаг, в котором работает дилер он может называться по разному. На первичном рынке дилер предстает в роли андеррайтера. Андеррайтер обеспечивает посредническое обслуживание при первичном размещении ценных бумаг. В рамках андеррайтинга дилер может иметь и иное амплуа. Когда дилер покупает ценные бумаги нового выпуска и перепродает их инвесторам, это называется подпиской, а сам дилер подписчиком. Если дилер находит покупателя ценных бумаг на вторичном рынке, то он выступает в роли брокера, а его услуга называется агентской операцией. Операции дилера на вторичном рынке, обеспечивая смену собственности на ценные бумаги, вместе с тем способствуют их первичному размещению и определению стоимости обращающихся ценных бумаг.

Дисконт - разница между настоящей ценой и ценой на момент погашения или ценой номинала ценной бумаги; покупка финансового инструмента до момента его погашения по цене, которая меньше номинала.

Добросовестный приобретатель - лицо, которое приобрело акции и произвело их полную оплату и в момент приобретения акций не знало и не могло знать о правах третьих лиц на эти акции.

Допуск на биржу - право участия в биржевых операциях с ценными бумагами. Так, к участию в операциях с ценными бумагами в Республиканской фондовой бирже допускаются :

- брокеры, имеющие право ведения брокерской деятельности на Республиканской фондовой бирже, прошедшие экспертизу квалификационной комиссии фондового отдела и допущенные ею к проведению операций с ценными бумагами, имеющие соответствующее удостоверение, выданное Управляющим фондового отдела и соответствующий пропуск. Сделки на республиканской фондовой бирже могут заключаться исключительно брокером;
- биржевые маклеры - представители аппарата республиканской фондовой биржи, являющиеся ведущими торгов и имеющие право приостанавливать торг в своей секции на время, не превышающее десять минут;
- старший маклер республиканской фондовой биржи, имеющий право проводить торг в любой секции и контролировать правильность исполнения маклером их обязанностей;
- помощники брокеров и биржевых маклеров - технические работники, имеющие право находится в операционном зале без права осуществления сделок. Количество помощников биржевого маклера - 2 человека, брокера - 1 человек.

Дробление акций - увеличение числа акций у держателей при пропорциональном уменьшении их цены.

З

Закрытая подписка - продажа акций ограниченному кругу инвесторов и в ограниченном объёме. В процессе приватизации под закрытой подпиской понимается продажа обыкновенных акций работникам преобразуемого предприятия и иным лицам, на которых распространяются льготы приватизации.

И

Инвестиционная компания - кредитно-финансовый институт, который аккумулирует денежные средства частных инвесторов путем эмиссии собственных ценных бумаг (обязательств) и помещает их в акции и облигации предприятий и государства в своей стране и за рубежом.

Инвестиционный риск - риск, связанный с тем, что действительный доход от вложенных средств может оказаться меньше обусловленного и изначально предполагаемого инвестором. Потенциальный доход, то есть доход, на который рассчитывает инвестор, осуществляя вложение денег, всегда находится в прямой

зависимости от величины инвестиционного риска. Различают систематический и несистематический риски, составляющие в сумме общий риск инвестиции. с учетом постепенного нарастания инвестиционного риска различные типы ценных бумаг смогут быть расположены в следующей последовательности:

- государственные финансовые обязательства. Они считаются самыми безопасными, то есть ни при каких условиях не приводящими инвестора к убыткам. Предполагается, что государство не может "прогореть" и выплаты последуют со 100 % гарантией. Вместе с тем надо учитывать, что эти ценные бумаги являются и наименее доходными;

- различные муниципальные облигации. Риск получения убытков от вложения денег в эти ценные бумаги выше, но шире возможности увеличения их прибыльности ;

- облигации промышленных предприятий. Еще более рискованные ценные бумаги данных эмитентов - их привилегированные (доходные) акции;

- акции специализированные инвестиционных компаний, бизнес которых состоит в инвестициях · средств, вырученных от продажи собственных акций. За ними следуют как более рискованные , но и более прибыльные, обыкновенные акции предприятий.

Инвестиционный сертификат - ценная бумага, подтверждающая долю участия в инвестиционном фонде, которая дает право на получение определенного дохода. Цена инвестиционного сертификата меняется в результате изменения курсов акций и облигаций, включенных в инвестиционный фонд.

Инвестиционный портфель - совокупность ценных бумаг, сбалансированных по степени риска и доходности.

Инвестиционный фонд - акционерное общество открытого типа, которое аккумулирует денежные средства инвесторов путем эмиссии собственных ценных бумаг и помещает их в ценные бумаги других эмитентов, а также занимается торговлей ценными бумагами.

Инвестиционный фонд образуется исключительно в форме акционерного общества открытого типа.

Инвестиционный фонд открытый - инвестиционный фонд, эмитирующий ценные бумаги с обязательством выкупа, то есть предоставляющий владельцу ценных бумаг этого фонда право по его требованию получить в обмен на них денежную сумму или иное имущество в соответствии с уставом фонда.

Инвестиционный фонд закрытый - инвестиционный фонд который эмитирует ценные бумаги без обязательства их выкупа эмитентом.

Инвестиционные ценные бумаги - ценные бумаги (акции, облигации), за исключением ценных бумаг, выпущенных дочерними предприятиями, в которых 50 и более процентов голосующих акций принадлежат эмитенту.

Инвестор - физическое или юридическое лицо, приобретающее ценные бумаги от своего имени и за свой счет. Иностранные граждане и юридические лица могут выступать на рынке ценных бумаг в Республике Узбекистан в качестве инвесторов в соответствии с законодательством Республики Узбекистан об иностранных инвестициях.

Инвесторы агрессивные - инвесторы, склонные приобретать так называемые рисковые ценные бумаги и прежде всего обычные акции, обеспечивающие или быстрый рост капитала, в том числе путем игры на биржевых курсах, или высокие дивиденды. Различают несколько разновидностей таких инвесторов: умеренно агрессивные, агрессивные опытные и изощренные инвесторы.

Инвесторы изощренные - инвесторы, приобретающие ценные бумаги со сложными (комбинированными) свойствами, а также такие ценные бумаги, которые позволяют воспользоваться преимущественно быстрого роста капитала, но в то же время избежать значительного риска.

Инвесторы консервативные - инвесторы, вкладывающие деньги в те ценные бумаги, которые обеспечивают прежде всего надежность вложений и стабильный доход.

Индекс курсов - способ определения тенденций изменения цен на ценные бумаги.

Индекс Доу - Джонса - средний показатель курсов акций группы крупнейших компаний США. Представляет собой арифметическую среднюю (взвешенную) ежедневных котировок определенной группы компаний на момент закрытия биржи.

Индекс Нью - Йоркской фондовой биржи - составной общий индекс, характеризующий все акции, зарегистрированные на бирже. Существуют четыре дополнительных индекса для акций промышленных, транспортных, коммунальных и финансовых компаний.

Индекс цен НАСДАК - показатель движения курсов акций около 3,5 тыс. корпораций (кроме котируемых на фондовых биржах), взвешенных по рыночной стоимости входящих в него компонентов.

К

Кампания маркетинга - совокупность приемов изучения потребностей и создания в отношении нового выпуска ценных бумаг превышение спроса над предложением. Является составной частью андеррайтинга.

Кассовая сделка - вид биржевых сделок. Кассовые сделки могут быть использованы для реализации достаточно сложных биржевых операций. Во-первых, оплатить кассовые сделки покупатель может деньгами, которых реально у него в данный момент нет. Во-вторых, продавец может с помощью кассовой сделки продать ценные бумаги, которые ему не принадлежат. В-третьих, кассовые сделки могут проводиться в рамках биржевой игры, когда ценные бумаги

приобретаются с целью их перепродажи, а не как объект долгосрочных вложений. На практике используется два вида кассовых сделок: покупка с частичной оплатой заемными деньгами; продажа бумаг, взятых взаймы. Особенность кассовых сделок заключается в том, что ценные бумаги оплачиваются и передаются покупателю, как правило, в день заключения сделки (максимально - до семи дней). В форме кассовых сделок совершаются обычно операции с мелкими партиями ценных бумаг.

Клиринговая плата - биржевой и межбиржевой орган, осуществляющий расчеты между участниками биржевых сделок на основе зачета взаимных требований.

Конверсия - обмен акций или облигаций одного типа на ценные бумаги другого типа, но эмитированные одной и той же компанией. Право конверсии позволяет держателям этих ценных бумаг обменивать их на другие бумаги, обычно простые акции, по определенному курсу (цене конверсии).

Консолидация - укрупнение акций. Способствует повышению рыночной цены акции.

Контрольный пакет акций - количество акций, владение которыми обеспечивает контроль за деятельностью акционерной компании. Теоретически для осуществления контроля за деятельностью компании необходимо владение 51% акций, дающих право голоса. На практике - это обычно справедливо в отношении больших корпораций - эффективный контроль может осуществляться отдельными акционерами или группой акционеров, проводящих единую политику, если они владеют менее чем 50% акций (иногда всего 5-10%).

Корректировка курсов ценных бумаг - вторичная реакция на повышение курсов, выражающаяся в том, что интервалы роста чередуются с интервалами временного снижения рыночной стоимости. Периоды корректировки могут продолжаться от трех недель до трех месяцев. При этом снижение курса может составить от 1/3 до 2/3 величин, достигнутых на предшествующем (повышательном) интервале.

Котировка - установление на основе балансирования спроса и предложения курсов ценных бумаг или цен товаров на биржах в соответствии с действующими законодательными нормами и сложившейся практикой. На фондовой бирже котировки акций курсы должны определяться в соответствии со свободными переговорами между продавцом и покупателем. В определении котировки курсов только брокеры имеют право принимать участие путем внесения предложений и контрпредложений. Различают следующие виды котировок:

- закрывающая котировка, т.е. котировка последней сделки, заключенной с определенной ценной бумагой. Если с определенной ценной бумагой не совершено никакой сделки, продавцы предлагают последнюю цену, установленную на данную ценную бумагу;

- средняя котировка, т.е. средняя котировка сделок, заключенных по конкретной ценной бумаге и зависящая от объема сделок;

- минимальная котировка, т.е. самая низкая котировка, зафиксированная в сделках, заключенных по определенной ценной бумаге.

Коэффициент автономии - показатель устойчивости финансового состояния предприятия, его независимости от заемных источников.

Курсовые графики - диаграммы динамики курсов и индексов акций, которые могут показывать:

- дневные, недельные, месячные, годовые изменения курсов;
- скользящие средние курсы;
- обороты данных ценных бумаг за тот или иной период времени.

Курс ценных бумаг - цена, по которой продаются и покупаются ценные бумаги. Представляют собой капитализированный доход; равняется сумме денег, которая при предоставлении ее в кредит приносит в виде процента доход, равный доходу от ценных бумаг. Курс ценных бумаг прямо пропорционален норме доходности ценных бумаг - приносимому ими дивиденду (проценту) и обратно пропорционален существующему уровню ссудного процента. Рыночный курс ценных бумаг формируется под влиянием соотношения спроса и предложения ценных бумаг.

Л

Ликвидность (или рыночность) - способность быстрого обращения ценных бумаг в деньги, причем без потерь для их владельца. Ликвидность характеризуется, во-первых, узким разрывом между ценой продавца и ценой покупателя; во-вторых, небольшими колебаниями цен от сделки к сделке. Ликвидность зависит от числа участников купли-продажи и новизны предложенных для продажи ценных бумаг. Чем больше участников купли-продажи ценных бумаг, а ассортимент их предложения шире, тем легче, с одной стороны, реализовать, с другой - отобрать для покупки нужные ценные бумаги.

Лимитированный приказ - поручение брокеру на покупку или продажу акций по специально оговоренной цене или на более выгодных условиях. В таком приказе оговаривается минимальная цена продажи или максимальная цена покупки. Если этот лимит не достигается, приказ брокером не выполняется. В лимитных поручениях на покупку указывается цена, которая является самой высокой из всех, по которым клиент согласен купить акции, и потому брокер должен выполнять заказ по лимитной или более низкой цене. При лимитированном поручении клиент определяет, по какой цене он желает совершить сделку. Брокер может совершить сделку по более выгодной цене и тогда он получит особое вознаграждение.

Листинг - процедура допуска ценных бумаг на биржу. Если выпущенные ценные бумаги включены в листинг, то они зарегистрированы на бирже, и с ними могут совершаться операции по купле-продаже.

Лицевая стоимость - стоимость ценной бумаги, указанная на ее лицевой стороне.

Лот - единица измерения при сделках. Различают лот полный и неполный.

Лот неполный - партия ценных бумаг, большая или меньшая по сравнению с обычной партией, принятой за единицу сделки на рынке.

М

Маклер - посредник при заключении сделок на фондовых и товарных биржах. Действует по поручению клиентов за их счет.

Маржа - разница между ценами, курсами, ставками; обычно имеется в виду надбавка к общепринятому ориентиру - стоимости кредита, уплачиваемая данным конкретным заемщиком. Выступает источником доходов котирующей организации, формирующихся в результате разницы между курсами покупателя и продавца.

Маркетинг - совокупность приемов организации производства и сбыта продукции, ориентированная на удовлетворение потребностей потребителей и получение прибыли на основе исследования и прогнозирования рынка.

Место на бирже - право заключать сделки на фондовой или товарной бирже.

Н

Надежность ценных бумаг - способность ценных бумаг сохранять курсовую стоимость в условиях изменений конъюнктуры рынка инвестиционного капитала; обеспечивает стабильность получения дохода на данную ценную бумагу. Может достигаться закладом физических активов эмитента облигаций или повышением приходящейся на каждую акцию доли уставного фонда корпорации.

Налог на ценные бумаги - налог на эмиссию акций, облигаций и других ценных бумаг, взимаемый с акционерных компаний. Ставки устанавливаются, как правило, в зависимости от вида ценных бумаг, а в некоторых случаях - от номинальной цены.

НАСДАК - система автоматической котировки национальной ассоциации биржевых дилеров США, которая информирует брокеров и дилеров о котировках цен на ценные бумаги, продаваемые вне биржи.

Невыпущенный капитал - резерв, который корпорации могут использовать для своего дальнейшего расширения. При этом резервируется часть выпускаемых акций, не все из которых корпорация должна продавать сразу.

Номинальная (нарицательная) стоимость акции - стоимость (цена) акции, которая устанавливается при эмиссии акции и обычно фиксируется на ее лицевой стороне. Иногда прибегают к выпуску акций без нарицательной стоимости, продавая их в процессе первичного размещения по цене, привлекательной для инвесторов. Не указывая нарицательной стоимости, корпорации расширяют свои возможности маневрирования на рынке ценных бумаг, в том числе путем выпуска новых акций. В случае же указания нарицательной стоимости ранее выпущенных акций и создания ситуации, когда эти акции приходится продавать ниже номинала, выпуск новых акций становится весьма затруднительным.

Номинальный держатель акции - лицо, которое держит акции от своего имени и по поручению другого лица, не являясь собственником этих акций.

О

Облигация - ценная бумага, удостоверяющая внесение её владельцем денежных средств и подтверждающая обязательства возместить ему номинальную стоимость ценной бумаги в предусмотренный в ней срок с выплатой фиксированного процента (если иное не предусмотрено условиями выпуска).

Облигации под доход от проекта - тип муниципальных облигаций, которые погашаются за счет доходов от проекта, для финансирования которого они выпускаются.

Облигации под заклад ценных бумаг - облигации, которые обеспечиваются не имуществом, а прочими акциями или долговыми обязательствами компании. В случае неуплаты долга соответствующие ценные бумаги переходят в собственность держателей таких облигаций.

Опцион - ценная бумага в форме контракта, заключенного между двумя лицами, одно из которых выписывает и продает опцион, а другое - покупает его и получает право в течение оговоренного срока купить или продать акции по фиксированной цене.

Опцион американский - опцион, дающий право реализации в любой момент до истечения срока действия опциона.

Опцион европейский - опцион, дающий право реализации только в момент истечения срока действия опциона.

Опцион покупателя - контракт, по которому инвестор получает право в течение оговоренного срока купить по фиксированной цене определенное количество акций у лица, выписавшего опцион.

Опцион продавца - контракт, по которому инвестор, купивший опцион, получает право в течение определенного срока продать по фиксированной цене определенное количество акций лицу, выписавшему опцион.

Ордер - ценная бумага в виде сертификата, удостоверяющего собственность на ценные бумаги или право держателя на покупку дополнительных акций данной компании.

Отраслевой риск - риск, вызванный изменением состояния дел в той или иной отдельной отрасли. В основе такого риска - цикличность развития, в котором выделяются циклы рождения, подъема, расцвета и заката отраслей. Так, в США в настоящее время в фазе подъема находятся электроника, информационные и иные услуги, наукоемкие отрасли. На закате - железнодорожный транспорт, металлургия, частично автомобилестроение. Причины подобной цикличности могут быть разные: переориентация развития экономики, истощение каких-либо ресурсов, изменение спроса на внутреннем и мировых рынках сбыта и др. Соответственно меняется динамика прибыли различных отраслей, а затем - цены на акции отдельных предприятий.

Отсроченные акции - акции, дивиденд по которым выплачивается только тогда, когда прибыль акционерного общества превысит определенный уровень.

П

Пассивы инвестиционного фонда - краткосрочные обязательства фонда (кредиторская задолженность, задолженность по отчислениям в бюджет, внебюджетные фонды и др.) и долгосрочные обязательства фонда (кредиты, заемные и другие привлеченные средства).

Подписные сертификаты - ценные бумаги, которые выпускаются вместе с облигациями или привилегированными акциями и дают право их держателю на покупку обыкновенных акций по оговоренной цене в течение определенного периода.

Полис - документ страхового органа (страховщика), подтверждающий сделку о страховании. Полис выдается страховщиком страхователю после совершения сделки.

Портфель ценных бумаг - набор финансовых инструментов, обеспечивающий устойчивость доходов при любых колебаниях дивидендов и рыночных цен на ценные бумаги. Как правило, инвестор стремится создать сбалансированный портфель, при котором достигается желаемое сочетание безопасности, доходности, роста капитала и ликвидности. Состав портфеля ценных бумаг зависит от целей инвестора и характера представленных в нем ценных бумаг (консервативный, агрессивный и т.д.).

Портфель ценных бумаг инвестиционного фонда - совокупность ценных бумаг, находящихся в собственности инвестиционного фонда.

Право - возможность купить дополнительные акции у данной компании. Чтобы увеличить свой капитал, компания может предоставить каждому акционеру право приобрести дополнительные акции в количестве, пропорциональном числу обращающихся акций. Цена предложения новых акций обычно ниже цены старых акций.

Предъявительские (или купонные) облигации - облигации со специальными купонами, которые должны открепляться и отсылаться или предъявляться лично для выплаты процентов. Фактически купон представляет собой своеобразный простой вексель на предъявителя. Эти облигации обладают свойством обратимости, а купон выступает в качестве титула собственности. Поскольку облигации оформляются на предъявителя, корпорация не регистрирует, кто является их собственником. Наряду с (предъявительскими (купонными) существуют и так называемые бескупонные облигации. По облигациям этого вида регулярного процента не выплачивается. В качестве дохода здесь выступает разница между покупной ценой и ценой погашения.

Преимущественное право на покупку новых акций - право, дающее существующим акционерам возможность купить акции нового выпуска прежде, чем они будут предложены другим лицам. Цель преимущественного права заключается в защите держателей акций (в первую очередь крупных пакетов) от "размывания" капитала.

Приказ (или поручение) брокеру - поручения клиента на заключение сделки с ценными бумагами. Такие приказы различают в зависимости: во-первых, от сроков исполнения данных поручений. В зависимости от сроков выполнения поручений выделяют:

- поручение "на день". Такое поручение означает биржевой приказ на покупку/продажу ценных бумаг, действующий в течение одного дня даже в том случае, если он в этот день не осуществлен или официально не отменен клиентом.

- поручение "до отмены" или открытое поручение. Это биржевой приказ инвестора брокеру, действующий до осуществления (или отмены). Если открытый приказ не может быть выполнен в течение длительного периода, брокер периодически получает подтверждение от своего клиента относительно того, что тот по-прежнему желает оставить его у брокера. Рассмотренные виды поручений на покупку/продажу ценных бумаг могут содержать ряд существенных дополнений, конкретизирующих права и поведение брокера в той или иной ситуации на рынке. Среди таких дополнений может быть предоставление права брокеру исполнить контракт немедленно или отложить его исполнение до возникновения более благоприятной конъюнктуры. При этом брокер не несет ответственности за неисполнения приказа в оговоренные в поручении ориентировочные сроки, или по установленной в нем ориентировочной цене. Такая оговорка в приказе часто используется при осуществлении операций с крупными партиями ценных бумаг.

Пороговые поручения - поручения клиента брокеру с указанием курса, который является порогом, выше которого не должны увеличиваться потери, или ниже которого не должна уменьшиться потенциальная прибыль. Пороговые поручения являются условными, вступающими в силу только при выполнении условия, которым служит рост или падение курса до определенного порога. Разновидность

порогового поручения - поручение "прекратить по уровню". Это означает предписание брокеру прекратить операции, если цена достигает заданного уровня.

Привилегированные (преференциальные) акции - акции, держатель которых имеет преимущество перед держателем обычных акций при распределении дивидендов и имущества корпорации в случае ее ликвидации. От обыкновенных акций привилегированные отличаются тем, что:

- дивиденды на них обычно устанавливаются по фиксированной ставке;
- дивиденды на привилегированные акции выплачиваются до выплаты дивидендов по обыкновенным акциям;
- держатели привилегированных акций имеют преимущественное право на определенную долю активов корпораций при ее ликвидации;
- как правило, держатели привилегированных акций не имеют преимущественных прав на покупку акций нового выпуска и права голоса. Эти акции дают право голоса только в том случае, если дивиденды на них не объявлялись определенное число раз.

Привилегированные акции с участием - привилегированные акции, дающие право на заявленный дивиденд, а также на дополнительный дивиденд на оговоренных условиях по выплате дивидендов по обычным акциям.

Принцип ретрективности - принцип изъятия ценных бумаг из обращения. Применяется в отношении, например, возвратных привилегированных акций тогда, когда их выпуск не дает абсолютных гарантий отзыва (путем погашения с помощью выкупа).

Производные ценные бумаги - финансовые инструменты, интегрирующие в себя свойства основных их классов - акций и облигаций. Производные ценные бумаги удостоверяют право их владельца на покупку или продажу последних.

Проспект эмиссии - документ, предоставляемый в государственную инстанцию с целью получения разрешения на первичное размещение ценных бумаг. В соответствии с законодательством РУз должен содержать сведения об эмитенте и его финансовом положении, а также сведения о предстоящем выпуске ценных бумаг.

Процентный риск - риск падения цены ценной бумаги из-за роста процентной ставки.

Р

Размещение ценных бумаг - первичная продажа новых выпусков ценных бумаг.

Расчетная цена акции (РЦА) - показатель, характеризующий уровень обеспеченности акции соответствующим достоянием предприятия.

Расщепление акций (сплит) - выпуск и обмен нескольких новых акций за одну старую акцию. Ведет к уменьшению нарицательной стоимости одной акции и росту курса новых акций.

Реестр акционеров акционерного общества - существующая в единой системе записей совокупность данных об акционерном обществе, о размере уставного капитала, количестве, номинальной стоимости и категориях (типах) объявленных к выпуску и выпущенных акционерным обществом в обращение акций, о дроблении акций и консолидации, о каждом зарегистрированном лице с указанием, является ли оно собственником или номинальным держателем акции, об акциях общества, выкупленных им за счет собственных средств, их количестве, номинальной стоимости и категориях (типах), о выплате дивидендов, о документах, подтверждающих совершение сделок с акциями (если сделки совершены без участия инвестиционных посредников или депозитария), а также об иных основаниях приобретения прав на акции и о фактах обременения акций обязательствами в случаях, предусмотренных законодательством Республики Узбекистан, внесение которых осуществляется держателем реестра акционеров.

Реинвестирование - повторное инвестирование средств, полученных в форме доходов от инвестиционной деятельности. Может обеспечиваться путем выплаты дивидендов в форме акций. Такое реинвестирование позволяет повышать долю нераспределенной прибыли корпорации и снижать налоговые платежи.

Рейтинг - показатель относительной кредитоспособности заемщика или надежности ценных бумаг.

Рендит - относительный показатель доходности ценных бумаг. Рендит акций рассчитывается как отношение выплаченного дивиденда к текущему курсу акции (в процентах).

Риск изменения процентной ставки - потенциальные потери, которые могут возникнуть из-за сокращения чистой прибыли вследствие изменения государственных и банковских кредитных ставок. Риск изменения процентной ставки в большей степени относится к облигациям, уровень рыночных цен на которые тесно связан с ежедневно меняющимся уровнем процентных ставок по заемным капиталам.

Риск инфляции - риск, вызванный тем, что падение покупательной способности денег сильно корректирует все реальные доходы по инвестициям, в значительной мере обесценивая их. В этом смысле рискованной, т.е. подверженной возможным убыткам, может оказаться инвестиция даже в наиболее устойчивые и "безопасные" государственные ценные бумаги.

Риск ликвидности - риск задержки с продажей ценных бумаг того или иного акционерного общества. Возникновение такой опасности может быть, во-первых, вызвано тем, что обращение ценных бумаг обычно обособлено теми или иными отдельными рынками. Во-вторых,

различные финансовые активы характеризуются разной способностью обращаться при необходимости в наличность. Риск ликвидности в меньшей степени присущ акциям крупнейших и известнейших фирм, которые, как правило, обращаются на центральных биржах. Наибольшим риском ликвидности обладают ценные бумаги малых, недавно образованных, венчурных фирм.

Риск падения общерыночных цен - риск, связанный с возможностью падения цен на все обращающиеся на рынке ценные бумаги одновременно и недополучением по этой причине ожидаемого дохода. Его возникновение связано с общей мировой экономической нестабильностью, ростом цен на ресурсы, в первую очередь энергетические, а также с политическими изменениями. Появление риска падения общерыночных цен вызвано взаимозависимостью между ценами на акции различных корпораций. Различают:

- производства и сферы экономической деятельности, относительно слабо зависящие от состояния экономики страны в целом. Продукция (услуги) таких предприятий обычно хорошо покупается даже при спаде производства как в целом по стране, так и в отдельных отраслях. Это - коммунальные службы, транспорт, энергетика, пищевая промышленность и др. Для таких предприятий минимален риск снижения цен на их акции из-за общерыночного падения цен и общего ухудшения конъюнктуры. Такие акции пользуются особым вниманием инвесторов, которых привлекают большие гарантии надежности помещения капитала. Но такие гарантии имеют обратную сторону - меньшую прибыль из-за повышенного спроса на эти акции и относительно завышенные цены на них;

- предприятия, чутко реагирующие на общую динамику уровня цен на рынке. Это в первую очередь брокерские и другие финансовые организации, для которых ухудшение доходов населения и вообще спад экономической активности в стране может означать резкое сокращение собственного производства, падение доходности.

Рынок ценных бумаг - часть финансового рынка (рынка ссудных капиталов), состоящая из двух взаимодействующих сфер: эмиссии и первичного размещения ценных бумаг (первичный рынок) и их обращения (вторичный рынок).

Рыночный приказ - поручение брокеру на покупку или продажу определенного типа акций по наиболее выгодной текущей цене; например, приказ купить акции по самой низкой цене или продать по самой высокой на момент получения этого приказа. Большая часть сделок на фондовых биржах осуществляется на основе рыночных приказов.

С

Синдикат андеррайтеров - группа финансовых посредников, совместно гарантирующая покупку и размещение новых выпусков ценных бумаг или больших блоков нереализованных выпусков.

Систематический риск - риск, связанный с изменчивостью цен на акции данной компании, вызванной общерыночным колебанием цен. Он объединяет риск изменения процентных ставок, риск падения общерыночных цен и риск инфляции.

Спот - вид сделки на наличные товары или финансовые инструменты, предполагающий немедленную оплату.

Спрэд - инвестиционный термин, обозначающий, во-первых, одновременную покупку и продажу опционов одного типа, но по разным базисным ценам или с разным периодом до момента истечения опциона; во-вторых, общую разницу между ценой, полученной эмитентом за выпущенные ценные бумаги, и ценой, уплаченной инвестором за эти ценные бумаги.

Срочные сделки - вид биржевых сделок с данными бумагами. Срочные сделки делятся на твердые и условные. Участники твердых сделок берут на себя обязательства по поставке и покупке ценных бумаг в определенный срок и условия сделок не подлежат изменению. При условных сделках один из участников имеет право отказаться от своих обязательств, уплатив другому определенную премию. Их цель - ограничить потери от колебаний курса при срочных биржевых операциях в зависимости от того, кто из участников и каким образом имеет право на изменение условий сделки. Среди условных сделок различают сделки с предварительной премией, сделки с обратной премией, стеллаж. При сделках с предварительной премией покупатель сохраняет за собой право отказаться от приема ценных бумаг, уплатив за это продавцу определенную премию. К таким сделкам покупатель прибегает тогда, когда он сомневается в повышении курса (хотя и рассчитывает на это) и опасается больших потерь. Сделки с обратной премией аналогичны предыдущим, только право на отказ принадлежит продавцу.

Стеллаж - представляет собой комбинацию права выбора одному из партнеров либо купить, либо продать акции по заранее установленному курсу.

Стабильные акции - акции эмитентов, продажа и выручка которых отличаются устойчивостью. Эта стабильность, однако, не гарантирует иммунитета от снижения цены акций. Но компании стабильных отраслей имеют достаточно внутренних резервов, чтобы пережить трудные времена. Акции стабильных и растущих компаний, дающие регулярные и стабильные дивиденды, известны ещё как "синие корешки".

Страховые компании - коммерческие организации, источником финансирования деятельности которых являются комиссионные за

страхование. Страховые компании выступают в качестве попечителей фондов, доверенных им держателями страховых полисов. Главная инвестиционная цель страховых компаний обеспечение безопасности доверенных им фондов. Их инвестиционная деятельность регулируется законом.

Т

Теории инвестиционного анализа - совокупности взглядов, положений, рекомендаций по направлениям, приемам и способам эффективного вложения средств. В области операций с ценными бумагами различаются два основных направления теорий инвестиционного анализа, получившие название школ фундаментального и технического анализа фондового рынка. Исследования представителей фундаментальной школы базируются на тщательном изучении финансовой отчетности компаний, состояния их активов, объемов продаж, положения в отрасли и т.д. На этой основе они пытаются предсказать изменение факторов, определяющих спрос и предложение на соответствующие ценные бумаги. Технический анализ основывается на изучении динамики фондового рынка. При этом изучаются прошлые периоды изменения курсов акций и циклические процессы в их динамике. В отличие от "фундаменталистов""техники" стремятся установить не ценность или привлекательность бумаг определенной корпорации, а общие тенденции на рынке, и, исходя из этого, рекомендовать инвесторам общее направление действий.

Теория неполных лотов - теория анализа, в основе которой лежит посылка о том, что мелкие инвесторы, закупающие и продающие небольшие партии акций (чаще всего неполные лоты), часто ошибаются, поскольку не располагают надежной и своевременной информацией. Сторонники этой теории изучают объем операций с неполными лотами и составляют на основе своих расчетов индекс, показывающий долю операций с неполными лотами в общем объеме биржевых операций. Если значение этого индекса высоко, это считается сигналом к продаже акций; если же его значение уменьшается, то это сигнал к покупке акций.

Теория объема торговли - теория анализа рынка ценных бумаг, исследующая объем биржевой торговли (число проданных акций) в сопоставлении с изменениями курсов этих акций. Сторонники этой теории считают, что резкое изменение объема фондовых операций предшествует резкому изменению курсов акций. То есть уменьшение объема торговли акциями указывает на конец повышательной тенденции на рынке и служит сигналом к продаже акции. В то же время резкое увеличение объема после стагнации торговли означает возникновение повышательной тенденции и служит сигналом к покупке акции.

Теория повышений - падений курсов - теория анализа рынка ценных бумаг, в основе которой лежит сопоставление числа проданных

выпусков акций , курс которых возрос, и числа выпусков тех акций, курс которых снизился.

Трансакционные депозиты - депозиты, средства с которых могут быть переведены другим лицам в виде платежей по сделкам, осуществляемым с помощью чеков или электронных денежных переводов.

Трансферт - передача ценных бумаг или прав собственности на них. В первом случае речь идет о доставке акционерного сертификата от брокера-продавца брокеру-покупателю с юридическим переходом права собственности. Во-втором - о регистрации в книгах корпорации перехода права собственности на акции, совершаемой агентом по трансферту акций.

Трастовые компании - инвестиционные институты, которые создаются для управления по доверенности имуществом и ценными бумагами корпораций и отдельных лиц. Агентская функция трастовых компаний состоит в том, чтобы управлять индивидуальными портфелями ценных бумаг.

Тратта - письменный приказ кредитора должнику уплатить определенную сумму третьему лицу; обязательство должника по этому приказу начинает действовать с того момента, когда удостоверяет свое согласие (акцепт) на самом документе.

Трейдер - лицо, покупающее и продающее ценные бумаги за свой счет для извлечения кратковременной прибыли, а также служащий брокерских фирм, выполняющий поручения по покупке и продаже ценных бумаг для фирмы и её клиентов.

Тренд - направление, в котором изменяются цены.

У

Управляющий инвестиционного фонда - любое лицо, получившее лицензию на осуществление деятельности управляющего в установленном порядке, о котором заключен контракт об управлении инвестиционным фондом.

Уставный капитал акционерного общества - капитал, сформированный с помощью выпуска и размещения акций компаний. Величина уставного капитала определяется уставом или договором об основании предприятия (фирмы). В уставный капитал входит стоимость основных и оборотных средств. Уставный капитал отражается в пассиве баланса.

Учетные брокеры - брокеры, которые выступают как агенты по осуществлению операций (покупка и продажа акций) и не дают советов по инвестированию.

Учредительные акции - акции, распределяемые среди учредителей акционерной компании. Держатели учредительных акций имеют дополнительное количество голосов на общих собраниях акционеров; пользуются первоочередным правом на получение акций в случае их

дополнительного выпуска; вместе с другими крупными акционерами принимают участие в решении важнейших вопросов, связанных с деятельностью акционерной компании

Ф

Финансовая устойчивость компании - независимость от внешних заемных источников. Уровень финансовой устойчивости определяется по соотношению собственных и заемных средств, долгосрочных и краткосрочных обязательств. Один из важнейших показателей финансовой устойчивости компании - коэффициент автономии.

Финансовый риск - риск, зависящий от соотношения собственных и заемных средств в структуре финансовых ресурсов предприятия. Чем больше доля заемных средств, тем выше риск для акционеров остаться без дивидендов

Фондовая биржа - организация, исключительным предметом деятельности которой является обеспечение необходимых условий нормального обращения ценных бумаг, определение их рыночных цен (цен, отражающих равновесие между спросом и предложением на ценные бумаги) и надлежащее распространение информации о них, поддержание высокого уровня профессионализма участников рынка ценных бумаг.

Фондовые операции банков - операции по кредитованию под залог ценных бумаг, покупка ценных бумаг банками за собственный счет; размещение вновь выпущенных ценных бумаг; покупка и продажа ценных бумаг на рынке по поручению и за счет клиента; хранение и управление ценными бумагами клиентов.

Форма книжной записи - хранение эмитентом записи о собственности на ценные бумаги вместо выдачи сертификатов

Форс - мажор - обстоятельства (пожар, стихийное бедствие, война и т.д.), при наступлении которых исполнение обязательств любой из сторон договора купли-продажи оказывается полностью или частично невозможным. Обе стороны должны заранее определить, что именно они понимают под форс-мажором.

Фьючерсный контракт - соглашение (твердое обязательство) о покупке или продаже финансовых инструментов в будущем с указанием в контракте даты покупки и установленной в момент заключения соглашения цены. Фьючерсные сделки заключаются не только с целью покупки и продажи реального товара, но также для проведения спекулятивных операций за счет разницы цен на день заключения и день исполнения контракта или с целью хеджирования - страхования от возможного изменения цен или валютного курса.

Х

Хеджирование - страхование срочных сделок от возможного падения цены при совершении сделок на длительный срок. В банковской, биржевой и коммерческой практике хеджирование означает

применение различных методов страхования прибыли от изменения цен или валютных курсов на бирже при совершении фьючерсных сделок, когда продавец одновременно с заключением таковых на реальный товар производит закупку, а покупатель продажу соответствующего количества фьючерсных контрактов на тот же срок и на то же количество товара

Холдинг - компания корпорация, обладающая контрольными пакетами акций нескольких юридически самостоятельных компаний Такая форма организации компании часто используется для проведения единой политики и осуществления единого контроля за соблюдением общих интересов больших корпораций или для ускорения процесса диверсификации.

Ц

Цена базисная - цена, устанавливаемая в момент заключения опционной сделки.

Ценные бумаги - денежные документы, удостоверяющие имущественные права или отношения займа между выпустившим их лицом и их владельцем, предусматривающие выплату дохода в виде дивидендов или процентов и возможность передачи прав, вытекающих из этих документов, другим лицам

Ценные бумаги инновационного типа - облигации с нулевым купоном и облигации с плавающей процентной ставкой, опционы, фьючерсные контракты, депозитные сертификаты, финансовые векселя.

Ценные бумаги на предъявителя - ценные бумаги, на которых не указано имя владельца или имена их владельцев не занесены в регистр эмитента.

Ценные бумаги роста - бумаги, дающие низкий уровень дивидендов, но обеспечивающие быстрое удорожание капитала. К ценным бумагам роста относятся акции быстро растущих компаний, действующих в передовых, высокотехнологичных отраслях.

Циклические акции - акции, имеющие частые периодические и довольно высокоамплитудные циклы. Эти акции обычно колеблются между максимальными верхними и нижними показателями. Основываясь на опыте предыдущего цикла, можно купить эти акции по минимальной цене и продать по максимальной, получив, как правило, прибыль.Эти акции активно реагируют на благоприятные и неблагоприятные для ведения условия.

Ч

Чартер - документ, выдаваемый государством и дающий право на занятие финансово-кредитной деятельностью.

Чек - документ, содержащий безусловный приказ владельца текущего счета банку о выплате указанной в нем суммы определенному лицу или предъявителю. Различают несколько видов чеков:

предъявительские, именные и ордерные. Предъявительские чеки выписывают на предъявителя, его передача осуществляется простым вручением. Именной чек выписывается на определенное лицо. Ордерный чек выписывается в пользу определенного лица или по его приказу, то есть чекодержатель может передать его новому владельцу с помощью индоссамента.

Чистые активы инвестиционного фонда - величина, определяемая путем вычитания из суммы активов величины пассивов инвестиционного фонда..

Члены фондовой биржи - юридические и физические лица, в том числе иностранные, которые приобрели на бирже брокерское место. Количество членов фондовой биржи регулируется органами управления биржи. Членами фондовой биржи не имеют права быть органы государственной власти и управления, прокуратуры и суда, их должностные лица и специалисты.

Э

Экс - дивидендные акции - акции, продающиеся без дивиденда, так как их покупка произошла после недавнего объявления дивиденда.

Экстра - дивиденд - дополнительный дивиденд. Дивиденд в форме акций или наличных в дополнение к регулярному или обычному дивиденду, выплачиваемому компанией.

Эмиссия ценных бумаг - это выпуск ценных бумаг в обращение путем продажи их первым владельцам (инвесторам) - юридическим и физическим лицам. Эмиссия осуществляется при учреждении акционерного общества и размещении акций среди его учредителей, при увеличении размеров первоначального уставного капитала (фонда) акционерного общества путем выпуска акций, при привлечении заемного капитала юридическими лицами, государством, органами государственной власти и управления путем выпуска облигаций и иных долговых обязательств.

Эмитент ценных бумаг - юридическое лицо или государственный орган, выпускающий ценные бумаги и несущий от своего имени обязательства по ним перед владельцами ценных бумаг.

Литература

1. Алехин Б.И. Рынок ценных бумаг. Введение в фондовые операции М.: Финансы и статистика, 1991.

2. Аристов Г. Инвестиционные фонды: мировой опыт // Рынок ценных бумаг. - 1993. - N 6.

3. Бизнес на рынке ценных бумаг. Российский вариант. - 1992.

4. Бойко Т Организация инвестиционных фондов // ЭКО. - 1994 - N 2.

5. Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг // Деньги и кредит. - 1992. - N 9-10.

6. Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг. структура и участники // Деньги и кредит. - 1993. - N 2.

7. О некоторых вопросах связанных с осуществлением операций на рынке ценных бумаг // Экономика и жизнь. Ваш партнер - 1994. - N 13.

8. Портфель приватизации и инвестирования - М.: СОМИНТЭК, 1992.

9. Фондовый портфель (книга эмитента, инвестора, акционера. Книга биржевика, книга финансового брокера). Отв.ред Рубин Ю.Б., Солдаткин В.И. - М.: СОМИНТЭК, - 1992.

10. Чесноков А.С. Инвестиционная стратегия, опционы и фьючерсы. - М., 1995.

11. Чжен В.А.,Бутиков И. Все об акциях. Ташкент, 1995.

12. Яськова Н., Жукова Е. Ценные бумаги в экономике зарубежных стран // Экономика строительства. - 1993. - N 3.

Оглавление

От авторов 1
Глава 1. Организация, функции и структура рынка ценных бумаг 2
Что такое рынок ценных бумаг: его роль и место в рыночной экономике 2
Финансовые инструменты рынка ценных бумаг 3
Выпуск и первичное размещение ценных бумаг 9
Обращение ценных бумаг: виды рынков 12
Доходность ценных бумаг и риск 14
Глава 2. Профессиональные участники рынка ценных бумаг 18
Инвестиционные институты 18
Фондовая биржа 23
Специализированные организации по хранению и учету ценных бумаг (депозитарии) 27
Статус и место коммерческих банков на рынке ценных бумаг 29
Глава 3. Справочный раздел 32
Основные законодательно-нормативные документы, регулирующие рынок ценных бумаг Республики Узбекистан 32
Закон Республики Узбекистан "О ценных бумагах и фондовой бирже" 32
Закон РУз "О налоге на операции с ценными бумагами" 43
Указ Президента Республики Узбекистан "О мерах по ускорению акционирования предприятий государственной собственности и совершенствованию рынка ценных бумаг" 44
Указ Президента Республики Узбекистан "О дополнительных мерах по развитию рынка ценных бумаг" 48
Постановление Кабинета Министров Республики Узбекистан "О мерах по упорядочению функционирования и дальнейшему развитию рынка ценных бумаг в республике" 50
Порядок регистрации выпуска в обращение акций акционерных обществ открытого типа, созданных в результате преобразования государственных предприятий 52
П о л о ж е н и е о порядке совершения и регистрации сделок с ценными бумагами на территории Республики Узбекистан 56
Положение об опционе Госкомимущества на продажу доли государственной собственности, а также долей предназначенных для свободной продажи и реализации смежникам 62
Положение об аттестации сотрудников и специалистов инвестиционных институтов и фондовых бирж (фондовых отделов бирж), физических лиц на право совершения операций с ценными бумагами 68
Положение "О порядке начисления и выплаты дивидендов акционерными обществами" 73

Сведения об организациях участниках фондового рынка Республики Узбекистан (адреса и телефоны) 77
Словарь терминов рынка ценных бумаг 82
Литература 107

Гафуров Ш Р . Беркинов Б.Б . Пичугина О.Л

РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ

Подписано в печать 11.12.95 г
Формат 84х60/16. Объем: 7 п.л.
Тираж 3000 экз. Заказ 021.

Изготовлено Информационно-
рекламным издательским центром
"ИРИЦ" при ГКИ
г. Ташкент, ул. А. Кадири 13.