Дипломная работа

Государственные ценные бумаги, сущность и значение

**Введение**

Развитие Казахстана в предстоящем году будет коренным образом отличаться от тех прогнозов, которые были сделаны ранее, что мотивируется изменением ситуации на мировом финансовом рынке. Мировой кризис ликвидности, возникший во второй половине 2007 года и последующее развитие ситуации в банковском секторе Казахстана ведет к снижению вероятности полноценного экономического роста Казахстана. Казахстанские банки должны ввернуть 12 млрд. в этом году. А если в наступающем году все средства пойдут на возврат занятых денег, не нужно быть семи пядей во лбу, чтобы предсказать значительное падение в самой важной для социально–экономического развития страны сфере – малом и среднем предпринимательстве.

Мировая экономика находится на пороге очень существенного и продолжительного ослабления, большинству европейских стран не удалось в последние годы придать ускорение своему экономическому росту. Так, по оценки специалистов, экономика США близка к катастрофе. Уже в 2001 году экономика США характеризовалась надувшимся «фондовым пузырём», низкими темпами накопления, высокими уровнями задолженностей в частном и государственном секторах, низкими прибылями корпораций и огромным внешним дефицитом. В 2004 году внешний дефицит США продолжил увеличиваться и составил 666 миллиардов долларов, что составило около 5,75% от внутреннего валового продукта. Таким образом, граждане, предприятия, государственные структуры вынуждены были занять 666 миллиардов долларов на международных рынках капиталов. Дефицит текущего баланса стал набирать силы ещё в 1996 году, когда он составлял 1,5% от валового внутреннего продукта. Далее в 2001 дефицит достиг 4,2% валового внутреннего продукта.

Такой негативный сценарий развития событий в мировой экономике может отразиться на мировых ценах на сырьевые товары, что для казахстанской экономики, представляет еще большую угрозу, чем напряженность на финансовых рынках.

Сейчас, как никогда ясно, что экономика Казахстана зависит от накопления инвестиционных ресурсов и преодоления инвестиционного кризиса. Важную роль в решении этой проблемы должно сыграть формирование эффективного механизма мобилизации, аккумулирования капитала и последующего разумного распределения. Важнейшим элементом такого механизма в условиях рыночных отношений становится рынок ценных бумаг.

Посредством ценных бумаг возможна привлечение таких важных источников финансирования инвестиций, как внутренний частный капитал и сбережения населения, а затем перераспределение этих потенциальных инвестиционных ресурсов из торгово-посреднической и валютно-финансовой сфер в реальный сектор экономики.

Именно рынок ценных бумаг является условием, позволяющим максимально реализовать право любого лица на владение, распоряжение собственностью в соответствии с Конституцией Республики Казахстан, что должно повысить заинтересованность каждого в рациональном и эффективном использовании своего имущества. Это, в свою очередь, способствует экономическому и социальному прогрессу. Поэтому становление и функционирование рынка ценных бумаг является одной из актуальных задач экономической политики республики.

Ценные бумаги в основе своего существования имеют экономическое развитие человеческого общества. С появлением мануфактуры и началом формирования капиталистических производственных отношений выявилась необходимость в больших объемах капиталовложений для создания и развития машинного товарного производства. Именно с этим связываются возникновение и распространение системы государственных долгов, а следовательно, определенных документов, которые подтверждают наличие отношений займа.

Такими документами явились ценные бумаги, прежде всего облигации. С развитием частного капитала огромное распространение получили и акции, удостоверяющие отношения собственности, участия в капитале крупных предприятий. Ценные бумаги явились удовлетворением двух объективных потребностей рыночного хозяйства: в производительном использовании свободных денежных средств и аккумулировании больших объемов капитала для развития промышленности. Некоторые виды ценных бумаг в деловом обороте играют и роль средств платежа, платежных документов, позволяющих приобретать товары и услуги с отсрочкой или рассрочкой платежа, то есть как бы покупка в кредит. Другие же виды ценных бумаг, так называемые товарные распорядительные документы, позволяют эффективно решать задачи торговли готовой продукцией, товарообмена. Таким образом, ценные бумаги в определенной степени снимали «напряжение» с денежного оборота.

Появление ценных бумаг породило собой обширную возможность использования средств, которые тем или иным образом не могут содержаться в денежных единицах. С появлением ценных бумаг стали открываться новые возможности для субъектов фондового рынка при вложении и использовании своих денежных средств. С ценными бумагами стали производиться всевозможные операции, начиная с купли-продажи и заканчивая залогом, займом ценных бумаг и множеством других операций которые являются наиболее прибыльными как для должника, так и для кредитора. Иными словами с появлением ценных бумаг стали появляться предпосылки для установления наиболее устойчивого рынка, который предоставляет новые возможности как для субъектов этого рынка, так и для государства в целом.

Будучи инструментом для решения различных экономических задач, ценные бумаги нуждаются в правовом обеспечении их существования, юридическом механизме регулирования их выпуска и обращения. Поэтому такую актуальность приобретают сейчас вопросы правовой регламентации рынка ценных бумаг, выработки соответствующих нормативных актов.

Почти каждому жителю нашего государства сегодня придется столкнуться с теми или иными видами ценных бумаг. Прежде всего, это связано с процессами акционирования и приватизации, успешно реализованными в Казахстане. К сожалению, в настоящее время ощущается дефицит литературы, посвященной ценным бумагам. В годы существования Советского Союза обращение ценных бумаг было ограничено и им не уделялось пристального внимания ни со стороны экономистов, чтобы решать какие-либо проблемы в народном хозяйстве бывшего СССР, ни со стороны юристов, чтобы надлежащим образом установить правовой режим выпуска и обращения ценных бумаг. Необходимо было не только создать всю инфраструктуру рынка ценных бумаг, сформировать крепкую и эффективно регулирующую нормативную базу для выпуска их и обращения, но и реализовать определенные мероприятия, направленные на разъяснение широким массам населения сущности ценных бумаг, их особенностей, видов задач, которые можно решить с помощью ценных бумаг. Нужно раскрыть людям понятие рынка ценных бумаг и цели его существования, деятельность его участников и его инфраструктуру.

Необходимо иметь в виду, что практика функционирования современных финансовых рынков в зарубежных странах не может быть полностью адаптирована к казахстанским условиям и возможностям. Для их активного развития в Казахстане должна быть проделана огромная подготовительная и организационная работа на уровне государственных структур, предпринимателей, финансистов, специалистов и консультантов. Однако понимание механизмов функционирования финансовых рынков за рубежом и их практика в этой области принесет несомненно большую пользу.

Появление новых финансовых продуктов, усложнение операций с ценными бумагами расширяют возможности их использования для достижения тех целей, которые перед собой ставит тот или иной участник фондового рынка. Создание за короткое время устойчивого рынка государственных ценных бумаг следует признать успехом, но его нынешние особенности создают известные проблемы. Во-первых, этот рынок концентрирует большую часть всех свободных денежных ресурсов и отвлекает их от инвестиционных вложений и даже от использования в качестве оборотных средств. Во-вторых, малодоступность или неприемлемость альтернативных источников финансирования в настоящее время не позволяет сокращать эмиссию государственных ценных бумаг.

С развитием рынка ценных бумаг ускорился процесс формирования основных элементов рынка, являющихся одной из важнейших составляющих рыночной экономики. Они представляют собой надлежащим образом оформленные документы, обладающие защитными функциями и дающие их владельцу право на какое-то имущество или денежную сумму.

Финансовый рынок Казахстана находится в стадии становления. Именно сейчас важно выработать те инструменты и механизмы его эффективного функционирования, которые бы стали рычагом воздействия на экономическую ситуацию с одной стороны, и реально отображали изменения в экономике – с другой.

Актуальность выбранной темы определяется необходимостью развития рынка ценных бумаг с целью нормального функционирования инвестиционного процесса в республике, привлечения иностранного капитала и становления отечественной промышленности.

Структура работы представлена тремя главами, введением, заключением и списком использованной литературы.

В первой главе работы рассматривается теоретическая часть вопроса: сущность и значение рынка ценных бумаг, его инфраструктура и инструменты, а также правовой аспект деятельности на рынке ценных бумаг.

Во второй главе работы приводится анализ рынка ценных бумаг Республики Казахстан, на основе данных предоставленных инвестирующими компаниями, а также статистических данных по состоянию рынка.

Третья глава дипломной работы направлена на изучение проблем функционирования рынка ценных бумаг на современном этапе, а также перспектив его развития в Республике Казахстан.

Методологической основой написания дипломной работы служат законодательные и другие нормативно-правовые акты Национального Банка и АФН, учебная литература отечественных и российских экономистов, а также материалы, публикуемые в Казахстанских средствах массовой информации.

**1. Рынок ценных бумаг в системе финансового рынка страны**

* 1. **Экономическое содержание рынка ценных бумаг**

Прежде чем перейти к понятию рынка ценных бумаг, постараемся разобраться, что же такое рынок, в общем его проявлении.

Рынок – это взаимодействие продавцов и покупателей. Каждый из них самостоятелен в своих действиях. Покупателями могут быть отдельные граждане; семьи; фирмы; посредники, приобретающие товары для последующей продажи; государственные учреждения. Роль рынка в экономике определяется следующими моментами: рынок способствует рациональному распределению ресурсов, рынок влияет на объем и структуру производства, рынок оздоровляет экономику, освобождает от убыточных неконкурентоспособных предприятий, рынок заставляет потребителя выбирать рациональную структуру потребления, рыночные цены выступают носителями экономической информации. Рынок подразделяется на: рынок продовольственных и промышленных товаров, рынок услуг, рынок жилой площади, рынок средств производства, рынок рабочей силы, рынок инноваций, рынок духовного и интеллектуального продукта, рынок денег, валюты, ценных бумаг.

Финансовый рынок – это сфера проявления экономических отношений между продавцами и покупателями финансовых ресурсов и инвестиционных ценностей, между их стоимостью и потребительной стоимости.

Финансовый рынок состоит из системы рынков: валютного, ценных бумаг, ссудных капиталов или денежного, золота. Финансовый рынок представляет собой организованную или неформальную систему торговли финансовыми инструментами. На этом рынке происходит обмен деньгами, предоставление кредита и мобилизация капитала. Основную роль здесь играют финансовые институты, направляющие потоки денежных средств от собственников – к заемщиком. Товаром выступают собственно деньги и ценные бумаги. Как и любой рынок, финансовый рынок предназначен для установления непосредственных контактов между покупателями и продавцами финансовых ресурсов /1/.

Денежный рынок – система экономических отношений между продавцами и покупателями денег, опосредуемых через спрос на них и их предложение.

Однако ясно, что между денежным рынком, рынком инвестиций и рынком ценных бумаг существует тесная взаимосвязь. Потенциально остатки на срочных счетах и ценные бумаги могут быть использованы для расчетов. Кроме того, владельцы срочных счетов имеют возможность переоформить их в счета до востребования. Доходы от ценных бумаг могут храниться на текущих счетах, так же, как денежные средства, вырученные от их продажи.

Объектом купли – продажи на рынке золота выступает золото в слитках и других его формах. Рынок золота в отличии от остальных видов рынка является чрезвычайно нестабильным. Нельзя заранее с точностью прогнозировать будущий скачок его оценок. Ведь это зависит не только от ценовых факторов, но и также от различных других неценовых факторов.

Сегодня золото продолжает оставаться средством выравнивания платежного баланса на международном рынке.

На валютном рынке производятся сделки по купле-продаже национальной и иностранной валюты. Такие сделки необходимы прежде всего для совершения оборота в международной торговле.

Структура финансового рынка в Казахстане представлена в таблице 1.

Структура финансового рынка в Республике Казахстан

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Год | Депозиты физ. лиц в БВУ | Страховые премии | Пенсионные накопления | Активы в управлении ПИФов | Итого |
| 2003 | 335,4 | 28,9 | 368,3 | - | 732,6 |
| 2004 | 441,2 | 39,978 | 483,99 | 389 | 965,557 |
| 2005 | 587,342 | 67,123 | 648,58 | 12,311 | 1,315,356 |
| 2006 | 1,034,200 | 120,2 | 909,7 | 48,661 | 2,112,761 |

Как видим из приведенной таблицы, структура финансового рынка в республике весьма разнообразна, однако наибольший удельный вес в нем принадлежит депозитам физических лиц в банках второго уровня – в 2006 году на их долю приходи лось около 50%.

Наглядно данные таблицы представлены в виде диаграммы 1.

В последние годы, до кризиса 2007 года, наблюдался активный рост на финансовом рынке страны. Это вызвано прежде всего общим экономическим ростом Республики Казахстан – рост ВВП в размере 10.6% /2/.

Современный высокоразвитый финансовый рынок выполняет шесть основных взаимосвязанных функций:

1. Посредническая функция состоит в том, что рынок напрямую соединяет производителей и потребителей товаров, предоставляя им возможность общаться друг с другом на экономическом языке цен, спроса и предложения, купли-продажи.

2. Ценообразующая функция рынка возникает при столкновении товарного спроса и предложения, а также благодаря конкуренции. В результате свободной игры этих рыночных сил складываются цены на товары и услуги. Рассмотрим на рисунке 1 динамику структуры финансового рынка Казахстана.

3. Информирующая функция рынка. Сложившиеся цены «сообщают» бизнесменам о состоянии экономики. В частности, через конкретный разброс цен, через их падение и рост деловые люди узнают о размерах производства продукции, о насыщенности рынка товарами, о запросах потребителей и т.д.

4. Регулирующая функция действует через тот же механизм свободных рыночных отношений. Из менее выгодных отраслей с пониженными ценами капиталы перетекают в более прибыльные отрасли с повышенными ценами. В результате в первых отраслях производство сокращается, а во вторых – растет.

Динамика структуры финансового рынка Казахстана в 2003–2006 годах

5. Стимулирующая функция также осуществляется с помощью рыночных цен. В данном случае стимулируется эффективность экономики. Цены «вознаграждают» дополнительной прибылью тех, кто производит товары, наиболее нужные потребителям, кто совершенствует производство, увеличивает производительность, снижает издержки.

6. Оздоравливающая функция жестока, но экономически оправдана. Рынок «очищает» экономику от ненужной и неэффективной хозяйственной деятельности. Рассмотрим на рисунке 2 рост ВВП в Республике Казахстан.

Образование фиктивного капитала связано с появлением ссудного капитала. Однако фиктивный капитал возникает не в результате денежной формы кругооборота промышленного капитала, а как следствие приобретения ценных бумаг, дающих право на получение определенного дохода. Первоначальной формой фиктивного капитала являлись облигации государственных займов.

Рост ВВП в Республике Казахстан в 2001–2006 гг.

Трансформация капитализма в государственно-монополистический, сопровождавшаяся образованием и ростом акционерных обществ, способствовала появлению нового вида ценных бумаг – акций. В дальнейшем, по мере развития капитализма, акционерные общества стали превращаться в сложные монополистические объединения. Их функционирование в условиях острой конкурентной борьбы и развития научно-технической революции обусловило привлечение не только акционерного, но и облигационного капитала. Это, в свою очередь, вызвало выпуск и размещение частными компаниями и корпорациями, помимо акций, облигаций, то есть облигационных займов. Поэтому структура фиктивного капитала складывается из трех основных элементов: акций, облигаций частного вектора и государственных облигаций.

В настоящее время в капиталистических странах существуют три основных рынка ценных бумаг:

* первичный;
* вторичный;
* внебиржевой.

Два первых рынка обращения ценных бумаг представляют собой важный элемент современного капитализма, особенно его кредитно-финансовой надстройки. Все названные рынки в определенной степени противостоят друг другу, но в то же время как бы взаимно дополняют друг друга. Такое противоречие обусловлено тем, что, выполняя общую функцию по торговле и обращению ценных бумаг, они используют специфические методы отбора и реализации. Первичный оборот, как правило, охватывает лишь новые выпуски ценных бумаг и главным образом размещение облигаций торгово-промышленных корпораций. На бирже котируются старые выпуски ценных бумаг и в основном акции торгово-промышленных корпораций. Если через первичный оборот осуществляется главным образом финансирование воспроизводственного процесса, то на бирже с помощью скупки акций идут формирование и перетасовка контроля между различными группами.

В то же время через биржу также осуществляется определенная часть финансирования, но обычно через мелкого и среднего вкладчика. Особенность биржи состоит в том, что значительная часть операций проводится посредством индивидуальных инвесторов, хотя одновременно идет процесс монополизации этих операций кредитно-финансовыми институтами. И, наоборот, на первичном рынке действует коллективный вкладчик в лице крупных кредитно-финансовых институтов, прежде всего коммерческих банков, страховых компаний, пенсионных и инвестиционных фондов.

Первичный оборот обладает собственными методами торговли ценными бумагами, в основном облигациями. Первичный рынок, обладающий собственными методами размещения, представляет собой самостоятельный, довольно сложный и разветвленный механизм. Однако этот механизм не имеет собственного определенного места торговли ценными бумагами в отличие от биржи. Особенность первичного рынка заключается также в том, что он пропускает через себя новые выпуски акций и облигаций, которые затем при их последующей покупке уходят на фондовую биржу. Но подавляющая часть новых облигаций не возвращается на биржу и находится в руках кредитно-финансовых институтов. Основная роль первичного рынка связана с торговлей облигациями, однако на нем продаются и акции. В этих случаях посредничество берут на себя, как правило, инвестиционные банки, специализированные брокерские и дилерские фирмы. Объем и стоимость акций первичного оборота значительно уступают аналогичным показателям биржи, однако наблюдается тенденция к их росту.

Фондовая биржа представляет собой традиционно и постоянно действующий рынок ценных бумаг с определенным местом и временем по продаже и покупке ранее выпущенных ценных бумаг. Она является важным элементом современного экономического механизма.

Биржевой рынок представляет собой рынок ценных бумаг, осуществляемой фондовыми биржами. Порядок участия в торгах для эмитентов, инвесторов и посредников определяется биржами. Внебиржевой рынок предназначен для обращения ценных бумаг не получивших допуска на фондовые биржи. На биржевом рынке обращаются ценные бумаги, прошедшие листинг, то есть получившие допуск к официальной торговле на бирже. Поскольку условия получения биржевой котировки устанавливаются биржей и могут быть достаточно сложными для некоторых эмитентов, существует внебиржевой рынок, на котором обращаются ценные бумаги, не котируемые на фондовых биржах. Внебиржевой рынок может быть довольно объемным – до 2/3 всего оборота рынка ценных бумаг.

Ценные бумаги, подтверждая наличие тех или иных имущественных правоотношений, сами могут выступать объектом каких-либо гражданских сделок. Более того, именно для того, чтобы имущественные права могли свободно и надежно осуществляться и обращаться и существуют ценные бумаги. Здесь следует различать имущественные элементы от самого документа, представляющего собой вещественную форму закрепления соответствующих прав.

Если не принимать во внимание товарные распорядительные бумаги, которые обращаются преимущественно на товарном рынке в качестве так называемых псевдоценных бумаг, то в отношении остальных видов ценных бумаг можно сказать, что они обращаются на финансовом рынке, обеспечивающем распределение денежных средств между участниками экономических отношений. Причем эти документы обращаются именно на рынке ценных бумаг, являющемся составляющей финансового рынка. В отличие от рынка ссудных капиталов рынок ценных бумаг является сферой обращения документов, удостоверяющих отношения кредита или участия в предприятии, которые имеют собственную стоимость и могут самостоятельно продаваться, покупаться и погашаться.

* 1. **Инструменты рынка ценных бумаг и его инфраструктура**

Как уже упоминалось выше, в самом рынке ценных бумаг выделяются денежный рынок, где можно привлечь временно свободные денежные средства на небольшой период, и рынок капиталов, на котором денежные ресурсы привлекаются на длительные сроки. Бумаги, обращающиеся на денежном рынке, как правило, выполняют функцию платежных средств. Надо отметить, что четкой границы между двумя этими рынками нет хотя бы потому, что, например, облигации имеют самый различный срок погашения.

Таким образом, фондовый рынок – это институт или механизм, сводящий вместе покупателей и продавцов фондовых ценностей, т.е. ценных бумаг.

Фондовый рынок, как уже отмечалось выше, является сегментом, как денежного рынка, так и рынка капиталов, которые также включают движение прямых банковских кредитов, перераспределение денежных ресурсов через страховую отрасль, внутрифирменные кредиты и т.д.

В рыночной экономике рынок ценных бумаг является основным механизмом перераспределения денежных накоплений. Фондовый рынок создает рыночный механизм свободного, хотя и регулируемого, перелива капиталов в наиболее эффективные отрасли хозяйствования. Рынок ценных бумаг охватывает как кредитные отношения совладения, выражающиеся через выпуск специальных документов, которые имеют собственную стоимость и могут продаваться, покупаться и погашаться.

Любой фондовой рынок состоит из следующих компонентов:

* субъекты рынка;
* собственно рынок;
* органы государственного регулирования и надзора;
* саморегулирующиеся организации;
* инфраструктура рынка: а) правовая, б) информационная, в) депозитарная и расчетно-клиринговая сеть, г) регистрационная сеть.

Правовое регулирование финансового рынка РК представлено широким спектром законодательных и других нормативно правовых актов, главным из которых является гражданский кодекс. В гражданском кодексе даются основные понятия ценным бумагам, сделкам, посредникам. Кроме того, принят ряд законов «О рынке ценных бумаг», «О лицензировании», «Об инвестиционных фондах», «О фондовой бирже» /5–8/. Большую роль в правовом регулировании деятельности на финансовом рынке играет также налоговый кодекс Республики Казахстан.

По мере развития рынка ценных бумаг, появления новых финансовых институтов и инструментов и развития новых технологий проявляется необходимость постоянного совершенствования системы и методов защиты прав и интересов инвесторов.

Уровень защиты прав и интересов акционеров в Республике Казахстан уже в 2000 году заслужил оценки Европейского банка реконструкции и развития – «достаточно всеобъемлющая защита». На данный момент с целью защиты прав и интересов инвесторов АФН осуществляется пруденциальное регулирование только компаний по управлению пенсионными активами, банков-кастодиантов и управляющих портфелем ценных бумаг. Прочие профессиональные участники являются объектами обязательных для выполнения критериев финансовой устойчивости.

В целях реализации данного направления требуется поэтапное внедрение комплекса мероприятий:

1) Переход к международным стандартам раскрытия информации на рынке ценных бумаг. Переход к международным стандартам раскрытия информации будет осуществляться на базе адаптации норм директив Европейского союза по раскрытию информации, в частности, при прохождении листинга на организованном рынке, в проспекте эмиссии, регулярной отчетности листинговых компаний, информации о крупных держателях. Одновременно будет решаться вопрос стандартов допуска иностранных ценных бумаг к торговле на казахстанском рынке. Основной мерой, направленной на повышение степени информационной прозрачности казахстанского фондового рынка, станет создание централизованных систем раскрытия информации о деятельности акционерных обществ. Другим важным шагом в данном направлении, безусловно, станет переход к международным стандартам финансовой отчетности всех хозяйствующих субъектов Республики Казахстан, который обеспечит полноту, понятность и достоверность раскрываемой информации для инвесторов;

2) Совершенствование регулирования лицензируемых субъектов рынка ценных бумаг. Данная мера предполагает введение пруденциального регулирования по отношению к лицензируемым субъектам рынка ценных бумаг, являющимся основными посредниками инвестиционного процесса, параллельно будет происходить постепенная адаптация некоторых норм финансовой устойчивости, профессиональной этики и процедур взаимодействия с клиентами в соответствии с требованиями директив Европейского союза. Указанные мероприятия, помимо увеличения степени защиты инвесторов, будут способствовать понятности национального рынка, что является одним из условий повышения уровня развития фондового рынка;

3) Стимулирование добросовестной конкуренции на рынке ценных бумаг. В рамках данного вопроса будут применяться меры по адаптации норм директив Европейского союза по вопросам инсайдерской торговли и злоупотреблений на рынке ценных бумаг. Кроме того, будут стимулироваться такие превентивные меры, как повышение уровня прозрачности биржевых торгов, раскрытие информации о конфликтах интересов и активизации деятельности маркет-мейкеров на рынке ценных бумаг;

4) Меры по обеспечению сохранности активов институциональных инвесторов, помимо комплекса вышеизложенных мер, будут включать постоянное совершенствование листинговых требований, в том числе по дифференциации эмитентов по секторам экономики, увеличение степени диверсификации их инвестиционных портфелей и становление страхования рисков на рынке ценных бумаг.

Согласно закона РК от 2 июля 2003 года «О рынке ценных бумаг» в инфраструктуру финансового рынка входят следующие виды деятельности, подлежащие лицензированию уполномоченным органом:

Брокерско-дилерская;

Ведение системы реестров держателей ценных бумаг;

Управление инвестиционным портфелем;

Инвестиционное управление пенсионными активами;

Кастодиальная;

Трансфер – агентская;

Депозитарная;

Организация торговли с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами.

Брокеры – посредники, действующие на фондовой бирже от своего имени и заключающие сделки по продаже и покупке ценных бумаг по поручению своих клиентов и за их счет.

Дилеры – члены фондовой биржи и банки, занимающиеся куплей-продажей ценных бумаг, валют, драгоценных металлов. Действуют от своего имени и за собственный счет и могут заключать сделки между собой, с брокерами, а также непосредственно с клиентами.

Еще одним элементом инфраструктуры финансового рынка является фондовая биржа.

Фондовая биржа – организованный, регулярно функционирующий рынок ценных бумаг.

Центральный депозитарий является некоммерческой организацией. Акции центрального депозитария размещаются среди профессиональных участников рынка ценных бумаг, организаторов торгов и международных финансовых организаций. Центральный депозитарий – это единственная организация на территории Республики Казахстан, осуществляющая депозитарную деятельность.

Таким образом, субъектами рынка ценных бумаг являются:

1. эмитенты – государство в лице уполномоченных им органов, юридические лица и граждане, привлекающие на основе выпуска ценных бумаг необходимые им денежные средства и выполняющие от своего имени предусмотренные в ценных бумагах обязательства;
2. инвесторы – граждане или юридические лица, приобретающие ценные бумаги в собственность, полное хозяйственное ведение или оперативное управление с целью осуществления удостоверенных этими ценными бумагами имущественных прав;
3. профессиональные участники рынка ценных бумаг – юридические лица и граждане, осуществляющие виды деятельности, признанной профессиональной на рынке ценных бумаг.

Институциональная инфраструктура рынка ценных бумаг

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
|  | на 01.07.07 | на 01.10.07 |
|
| Брокеры–дилеры | 92 | 99 |
| Регистраторы | 16 | 17 |
| Кастодианы | 10 | 10 |
| Инвестиционные управляющие пенсионными активами НПФ | 11 | 11 |
| Управляющие инвестиционным портфелем | 49 | 55 |
| СРО | 2 | 2 |
| Трансфер-агенты | 2 | 2 |
| Организатор торгов с ценными бумагами | 1 | 1 |

В третьем квартале 2007 года на осуществление брокерской и дилерской деятельности с правом ведения счетов клиентов в качестве номинального держателя получено 4 лицензии /9/. Кроме того, за период июль – сентябрь выдано 4 лицензии на осуществление брокерской и дилерской деятельности на рынке ценных бумаг с правом ведения счетов клиентов в качестве номинального держателя, организациям, зарегистрированным уполномоченным государственным органом по регулированию деятельности регионального финансового центра города Алма-Аты.

В 2007 году Агентством РК по регулированию и надзору финансового рынка приостановлено действие лицензии на осуществление брокерско-дилерской деятельности на рынке ценных бумаг с правом ведения счетов клиентов в качестве номинального держателя АО «СЕНИМ-БАНК» и возобновлено действие лицензии на осуществление брокерской и дилерской деятельности на рынке ценных бумаг с правом ведения счетов клиентов в качестве номинального держателя АО «Алматы Инвестмент Менеджмент».

По состоянию на 1 октября 2007 года количество организаций, осуществляющих деятельность по ведению реестра держателей ценных бумаг, составило 17. Общее количество банков, обладающих лицензией уполномоченного органа на осуществление кастодиальной деятельности, составило 10. По состоянию на 1 октября 2007 года 11 организаций осуществляли инвестиционное управление пенсионными активами накопительных пенсионных фондов, из них 6 накопительных пенсионных фондов, имеющих лицензию на самостоятельное управление пенсионными активами, АО «Дочерняя организация АО «Банк ТуранАлем» НПФ «БТА Казахстан», АО «НПФ «Капитал», АО «НПФ «Казахмыс» и АО «НПФ «Отан»).

В третьем квартале 2007 года выдано 6 лицензий на осуществление деятельности по управлению инвестиционным портфелем. По состоянию на 1 октября 2007 года общее количество управляющих инвестиционным портфелем составило 55 организаций. Лицензией на осуществление трансфер – агентской деятельности обладали 2 организации: АО «Казпочта» и АО «C-n-D Express».

В цепочке сделок по купле-продаже ценной бумаги одна всегда является первой, обеспечивающей поступление фондовой ценности на рынок.

Все остальные носят вторичный характер, ибо они связаны с перепродажей уже поступившего на рынок инструмента другим субъектам. Учитывая существенные различия в способах первоначального размещения ценных бумаг и их последующего обращения, выделяют первичный и вторичный рынки ценных бумаг.

Законодательно первичный рынок ценных бумаг определяется как отношения, складывающиеся при эмиссии или при заключении гражданско-правовых сделок между лицами, принимающими на себя обязательства по иным ценным бумагам, и первыми инвесторами, профессиональными участниками рынка ценных бумаг, а также их представителями.

Само понятие эмиссии может относиться, по-видимому, только к таким видам ценных бумаг, которые могут выпускаться в массовых количествах как однородный, например, долговой, инструмент, когда за один выпуск эмитируется большое число бумаг с одинаковыми условиями выпуска, номинальной стоимостью и иными сходными моментами. К таким бумагам, являющимся предметом массовых эмиссий, относятся акции, облигации, казначейские обязательства государства, предусмотренные законодательством республики. Векселя, чеки и товарные бумаги, наоборот, появляясь на основе реальных сделок, могут выдаваться в единственном экземпляре на произвольную сумму, на конкретный товар, то есть со своими отличными от других бумаг условиями и не являются ценными бумагами как таковыми. Республиканским законодательством регулируется вопрос об эмиссии именно акций, облигаций и казначейских обязательств.

В соответствии с законодательными актами Республики Казахстан эмитентом может выступать государство или юридическое лицо, которое от своего имени выпускает ценные бумаги и обязуется выполнять обязательства, предусматриваемые в условиях выпуска. Государство в данном случае выступает в лице своих республиканских и местных органов государственной власти и управления, например, при выпуске облигаций внутреннего государственного займа, казначейских обязательств. Юридическими лицами, выполняющими функции эмитентов, могут быть акционерные компании, другие хозяйственные товарищества, выпускающие акции, облигации.

Эмиссия ценных бумаг осуществляется:

* при учреждении акционерного общества;
* при увеличении размеров уставного фонда акционерного общества путем выпуска акций;
* при привлечении заемного капитала юридическими лицами, государством в лице его центральных и местных органов власти и управления путем выпуска облигаций и других долговых документов.

Решение о выпуске ценных бумаг принимает сам эмитент. Для регистрации выпуска ценных бумаг эмитент должен предъявить пакет определенных нормативными актами документов, в числе которых заявка на регистрацию, копии учредительных документов, проспект эмиссии ценных бумаг и др. Только при предъявлении всех необходимых документов регистрирующий орган примет их к регистрации. Законодательство Республики Казахстан закрепляет положение о том, что отказ в регистрации может быть заявлен только в случаях несоответствия предъявленных документов требованиям Закона, нарушения законного порядка регистрации.

Эмитент имеет право обжаловать действия регистрирующего органа в судебном порядке в случаях приостановления регистрации, отказа в регистрации или признания выпуска несостоявшимся.

После регистрации выпуска ценных бумаг эмитент обязан через средства массовой информации сделать сообщение о выпуске акций, включающее в себя срок начала продажи ценных бумаг, адрес, местонахождение и телефон организации, в которой покупатели могут ознакомиться с проспектом эмиссии, узнать дату, время и место продажи, полное наименование и номер телефона продавцов. До регистрации выпуска реклама недопустима.

Выпустив в обращение ценные бумаги, эмитент осуществляет мероприятия по распространению их на первичном рынке ценных бумаг. Можно выделить следующие способы размещения эмитированных ценных бумаг:

1. Эмитент сам размещает ценные бумаги на рынке. Этот способ предполагает хорошее знание эмитентом рынка, его известность на этом рынке и наличие у него связей с возможными покупателями. Из-за отсутствия этих условий данная форма размещения используется редко и не каждым эмитентом.

2. Более частой формой является эмиссия ценных бумаг других институтов. В этом случае эмитент обращается к банкам, которые и осуществляют для него эмиссию. При такой форме эмиссии между банком и эмитентом заключается договор о покупке ценных бумаг или договор комиссии. После заключения соответствующего договора и передачи ценных бумаг банку последний, имея связи с вкладчиками, может распространить ценные бумаги по подписке или предложить их для немедленной продажи. Подписка представляет собой действие, которое совершает лицо, желающее приобрести ценную бумагу. Это действие заключается в том, что приобретатель вносит определенный процент номинальной стоимости ценной бумаги и получает временное свидетельство о праве держателя этой бумаги; остальную сумму приобретатель должен внести в сроки, определенные эмитентом. За нарушение этих действий к приобретателю применяются санкции.

Таким образом, первичный рынок – это рынок первых и повторных эмиссий ценных бумаг, на котором осуществляется их начальное размещение среди инвесторов.

Важнейшей чертой первичного рынка является полное раскрытие информации для инвесторов, позволяющее сделать обоснованный выбор ценной бумаги для вложения денежных средств. Вся деятельность на первичном рынке служит для раскрытия информации: подготовка проспекта эмиссии, его регистрация и контроль государственными органами с позиций полноты представленных данных, публикация проспекта и итогов подписки и т.д.

Существует две формы первичного рынка ценных бумаг: частное размещение и публичное предложение.

Частное размещение характеризуется продажей ценных бумаг ограниченному количеству заранее известных инвесторов без публичного предложения и продажи.

Публичное предложение – это размещение ценных бумаг при их первичной эмиссии путем публичных объявления и продажи неограниченному числу инвесторов.

Соотношение между публичным предложением и частным размещением постоянно меняется и зависит от типа финансирования, который избирают предприятия в той или иной экономике, от структурных преобразований, которые проводит правительство, и других факторов*.*

Под вторичным фондовым рынком понимаются отношения, складывающиеся при обращении ранее эмитированных на первичном рынке ценных бумаг.

Важнейшая черта вторичного рынка – это его ликвидность, т.е. возможность успешной и обширной торговли, способность поглощать значительные объемы ценных бумаг в короткое время, при небольших колебаниях курсов и при низких издержках на реализацию. Как считают некоторые авторы, целью функционирования вторичного рынка является не привлечение в отличие от первичного рынка новых инвестиций, а создание механизма свободной перепродажи ценных бумаг, что является основой доверия инвесторов и стимулирует последующие инвестиции.

Вторичный рынок ценных бумаг подразделяется на: организованный рынок и неорганизованный рынок.

Организованный или 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.

Как уже упоминалось выше, фондовая биржа – это организованный рынок для торговли стандартными финансовыми инструментами, создаваемая профессиональными участниками фондового рынка.

Функции фондовой биржи: а) создание постоянно действующего рынка; б) определение цен; в) распространение информации о товарах и финансовых инструментах, их цена и условия обращения; г) поддержание профессионализма торговых и финансовых посредников; д) выработка правил.

К котировке на фондовой бирже допускаются только ценные бумаги, которые прошли листинг, т.е. удовлетворяют определенным требованиям, предъявляемым к ценным бумагам данной биржей. На разных биржах существуют различные критерии допуска ценных бумаг к котировке. Это правовой статус ценных бумаг, степень капитализации рынка, минимальное количество акций, способы распределения акций у акционеров и т.п.

Согласно законодательству Республики Казахстан фондовая биржа организуется в форме акционерного общества, являясь юридическим лицом. Действует биржа на основании законов республики и своего устава. Учредителями фондовой биржи могут выступать юридические лица, имеющие лицензию на право ведения профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг.

Внебиржевой рынок охватывает рынок операций с ценными бумагами, совершаемых вне фондовой биржи.

Через этот рынок проходит а) большинство первичных размещений; б) торговля бумагами худшего качества.

Как большинство экономических или финансовых моделей управления управление операциями с ценными бумагами базируется на оптимизации переменных, которые в наиболее общем виде можно охарактеризовать как прибыль от инвестиционных и клиентских операций, оптимизацию собственного и заемного капитала и снижение цены привлечения ресурсов при эмиссионных операциях.

Однако практика показывает, что в управлении операциями с ценными бумагами не всегда используются минимаксные модели: иногда политика построена на достижении нефинансовых целей. Поэтому организация работы на рынке ценных бумаг предполагает, прежде всего, формирование целей и задач инвестиционной деятельности – разработки политики на рынке ценных бумаг. Для этого целесообразно проанализировать общее состояние экономики, оценить предпринимательский и инвестиционный климат на основе изучения показателей финансовой и долевой активности. В случае решения инвестировать в корпоративный сектор следует использовать отраслевой анализ для выбора отраслей и сфер экономики приоритетного инвестирования средств.

С учетом оценки экономической ситуации, состояния денежного рынка, определенных целей и задач инвестиционной политики определяются: круг финансовых инструментов, с которыми работает тот или иной участник фондового рынка, и операции, которые он проводит с данными ценностями. Эффективность деятельности на рынке ценных бумаг зависит в последнюю очередь от того, как эта деятельность организована участником фондового рынка – от организованной структуры управления.

Кроме организационной структуры, имеет место функциональное деление работников, обеспечивающих операции с ценными бумагами – это прежде всего менеджеры, координирующие операции с именными бумагами; аналитики, профессионалы, составляющие «фронт-офис», и работники «бэк-офиса».

Основной задачей деятельности информационно-аналитического отдела является выработка финансовой политики и осуществление координации деятельности всех подразделений, занимающихся операциями с ценными бумагами на ее основании.

Информационно-аналитический отдел, осуществляя управление банковским портфелем ценных бумаг, вырабатывает рекомендации для фондового отдела и отдела организации эмиссионной работы.

Основной задачей отдела организации эмиссионной работы является привлечение ресурсов на основе выпуска и размещения собственных ценных бумаг. При управлении эмиссионными операциями могут использоваться оптимизационные задачи максимизации капитала, снижения издержек по привлеченным ресурсам, управление капиталом исходя из структуры баланса.

Фондовый отдел – отдел активных операций на рынке ценных бумаг, в его задачи входит прежде всего прибыльное размещение ресурсов собственных, привлеченных, полученных по договору управления на денежном рынке. Данный договор предусматривает проведение операций по усмотрению брокерско-дилерской компании или банка с предоставлением или без предоставления услуг номинального держателя.

Эффективность работы фондового отдела зависит от получения чистого дохода, не связанного с процентом и рассчитываемого как разница непроцентного дохода, например брокерского вознаграждения, и затрат, не связанных с выплатой процента.

Условием активной инвестиционной деятельности на рынке ценных бумаг является гибкая организационная структура фондового отдела. Основными структурными звеньями фондового отдела могут быть фронт-офис и бэк-офис, объединенные в одну рабочую группу. Фронт-офис состоит из группы высококвалифицированных специалистов, имеющих лицензию на право совершения операций на рынке ценных бумаг, а также соответствующий имидж и связи с профессионалами того сектора фондового рынка, где проводятся операции с определенным видом ценных бумаг или совокупностью фондовых инструментов. В задачи специалиста входит заключение сделок с данным финансовым инструментом.

Бэк-офис включает одного или нескольких технических работников. Технические работники осуществляют документальное оформление сделки: подготовку и оформление договора, внесение параметров сделки в журнал регистрации, передачу информации о заключенной сделке в бухгалтерию, оформление другой необходимой документации. При большом объеме операций на рынке ценных бумаг целесообразно формирование двухуровневой организационной структуры фондового отдела. Первый уровень – это сектора: сектор государственных ценных бумаг, сектор банковских ценных бумаг, сектор корпоративных ценных бумаг. В составе каждого сектора исходя из складывающейся ситуации на рынке ценных бумаг может быть сформировано различное количество рабочих групп.

Но на сегодняшний день создание таких специализированных групп для подавляющего большинства профессиональных участников рынка не оправдано, так как доходность операций с корпоративными ценными бумагами не обеспечивает покрытие соответствующих издержек.

* 1. **Законодательно-нормативная база рынка ценных бумаг Казахстана**

Традиционно рынок ценных бумаг понимается как та область правоотношений, в рамках которой совершаются различные гражданско-правовые сделки с ценными бумагами как особенной разновидностью вещей, причем таких ценных бумаг, в которых выражаются кредитные отношения и отношения совладения бизнесом или предприятием /10/.

Такой подход обоснован именно юридической природой ценной бумаги как документа, удостоверяющего имущественные права собственников ценных бумаг; документа, в своем обращении связанного с удостоверяемым им имущественным правом настолько, что для осуществления такого имущественного права или для передачи этого права третьим лицам необходимо передать подлинник документа соответственно должнику или правопреемнику упомянутого собственника бумаги. Однако современное развитие практики и законодательства свидетельствует о целесообразности корректировки этого подхода, как это уже осуществлено в развитых странах.

Являясь простыми листами бумаги, такие документы приобретают стоимость в основном за счет стоимости того имущественного права, которое они собой удостоверяют. Так как такие ценные бумаги представляют собой предметы материального мира, то при их обращении в сфере гражданского оборота на них полностью распространяется установленный Гражданским кодексом Республики Казахстан правовой режим вещей. При этом, поскольку каждая ценная бумага со своими специфическими реквизитами, требуемыми законодательством, удостоверяет своим содержанием конкретное, уникальное имущественное право ее надлежащим образом легитимированного владельца, то законодательством установлен такой режим, при котором ценные бумаги обращаются в качестве движимого имущества – вещей индивидуально определенных, незаменимых. Например, согласно статье 132 ГК РК /11/ при передаче прав по именной ценной бумаге прежний документ аннулируется, а на имя нового правообладателя оформляется другая именная ценная бумага.

Основываясь на таком понимании правовой природы ценных бумаг, статья 129 ГК РК содержит традиционное определение понятия ценной бумаги как документа. Это уже отмечалось выше. Эта же статья предусматривает альтернативный способ фиксации имущественных прав в виде записей в специализированных реестрах. Причем, регулируя такой способ фиксации имущественных прав, статья 135 ГК РК оперировала понятием «бездокументарные ценные бумаги», однако неоднозначно определяла это понятие. В связи с этим, эта статья исключена из ГК РК Законом РК №416 от 16 мая 2003 года. Так, вопрос о том, что представляют собой бездокументарные ценные бумаги – запись в реестре как способ удостоверения определенной категории имущественных прав или сами эти права, остается на данный момент без четкого законодательного ответа.

В частности, можно ошибочно предположить, что поскольку классические ценные бумаги удостоверяют имущественные права, то бездокументарные ценные бумаги также являются способом удостоверения таких прав, т.е. они являются записями в реестрах. Но тогда напрашивается другой закономерный вопрос – что в таком случае регулируется гражданским правом? Получается, что применительно к бездокументарным ценным бумагам объектом гражданских прав становится обычная запись в книжном или электронном реестре. Полагаю, однако, что такой вывод является тупиковым, поскольку запись в реестре, скорее всего не является объектом права и предметом гражданских правоотношений. Таким образом, выяснение правовой природы бездокументарных ценных бумаг имеет важное значение для теории гражданского права Казахстана, национального законодательства и практики обращения ценных бумаг. Решение этого вопроса в данной работе важно постольку, поскольку долговые ценные бумаги являются предметами массовых эмиссий и объектами рынка ценных бумаг. Более того, в ряде случаев законодательство прямо предписывает, что эмиссионные ценные бумаги, предназначены к обращению на организованных рынках ценных бумаг, должны быть выпущены только в бездокументарной форме.

Такой пробел в теории ценных бумаг привел к тому, что законодателем была сделана попытка объединить общим термином два различных правовых явления, два различных объекта гражданских прав. Это, в свою очередь, создало почву для различного рода ограничений, а нередко и нарушений прав владельцев ценных бумаг. На практике такие ограничения могут быть связаны с неясностью в вопросах о том, с какого момента права по бездокументарным ценным бумагам считаются переданными, каким образом управомоченный субъект может «предъявить» требования об исполнении по таким бумагам, как удостоверяется такое исполнение, и др. Кроме того, суды сейчас создают практику защиты прав по бездокументарным ценным бумагам, поскольку вполне очевидно, что некоторые традиционные средства защиты гражданских прав не применимы к правоотношениям по бездокументарным ценным бумагам.

В сущности же, дело в том, что Гражданский кодекс Республики Казахстан ориентирован преимущественно на регулирование оборота вещей, права на которые нередко подтверждаются лишь фактическим обладанием или пользованием, а передача прав на такие вещи сопровождается передачей соответствующих материальных предметов. Оборот же ряда имущественных прав как объектов гражданских правоотношений регламентирован недостаточно. В частности, пункт 1 статьи 129 и статей 130–134 ГК РК регулирует режим классических ценных бумаг, существующих в форме документов. Содержание этих статей практически полностью соответствует теории ценных бумаг, сформировавшейся в правовой науке человечества несколько столетий назад.

Основываясь на содержании статьи 115 ГК РК, полагаю, что более корректным было бы определить, что бездокументарные ценные бумаги представляют собой удостоверяемые особым способом имущественные права в области привлечения, перераспределения и обратной выплаты средств, привлекаемых субъектами гражданского оборота в форме заемного или акционерного капитала для осуществления предпринимательской деятельности. Способом удостоверения таких имущественных прав, как уже отмечалось, является запись в специальном реестре, совершенная в соответствии с установленными требованиями к указанию содержания удостоверяемого права и субъекта этого права. Здесь хотелось бы отметить, что некоторые исследователи в странах СНГ также считают, что «под бездокументарными ценными бумагами законодатель понимает только права».

Ценные бумаги появляются в гражданском обороте на основании договора. В сущности, ценная бумага в своем содержании перечисляет условия этого договора. Эмитент ценной бумаги предлагает потенциальному владельцу принять ее в качестве подтверждения отношений займа или инвестирования в предприятие на иных условиях. Если вторая сторона принимает ценную бумагу, договор считается заключенным на условиях, исчерпывающе перечисленных в тексте бумаги. Любая ценная бумага считается свободно обращающейся после принятия от эмитента подлинника соответствующего документа. С этого момента и возникает право владельца ценной бумаги требовать исполнения по ней, при наступлении указанных в документе условий и соответствующая ему, обязанность эмитента предоставить это исполнение. С этого же момента у владельца ценной бумаги возникает право собственности на документ. И, как можно справедливо отметить, это право на клочок бумаги дает единственную возможность осуществления содержащегося в ней права. Поэтому под передачей права на ценную бумагу подразумевается одновременная передача и выраженного в ней права. В зависимости от вида ценной бумаги способы их передачи могут быть различными – от самого простого до наиболее усложненного. Однако при этом обращение ценных бумаг подчиняется специфическим правилам передачи и осуществления права собственности на них. Такими правилами являются следующие:

а) При передаче ценной бумаги достаточно передать подлинник документа. В случае бумаги на предъявителя фактическая передача подлинника документа означает передачу права собственности на него. При передаче права собственности на ордерную ценную бумагу фактическая передача оригинала документа должна сопровождаться совершением на нем передаточной надписи в соответствии с требованиями законодательства. Передача ценной бумаги Гражданским Кодексом не предусматривается, поскольку она оформляется на имя конкретного лица. Однако передача удостоверяемого ею имущественного права допускается, но уже в порядке уступки требования. Пункт 2 статьи 132 ГК РК определяет, что «при передаче прав по именной ценной бумаге другому лицу, передаваемая бумага аннулируется, а на имя нового владельца выдается другая ценная бумага». Но и в этом случае передача прав по именной ценной бумаге невозможна без наличия подлинника документа.

б) Для осуществления права, выраженного в ценной бумаге, необходимо предъявить и передать подлинник документа обязанному субъекту, имя которого обозначено в тексте бумаги.

В случае предъявления к исполнению бумаги на предъявителя обязанный субъект должен немедленно и в полной мере предоставить исполнение. И только этот субъект несет ответственность за неисполнение по документу.

в) При осуществлении и передаче прав, удостоверяемых ценными бумагами, действуют два специфических правила, которые сформулированы нормами Гражданского Кодекса РК, но вытекают из их смысла.

Лицо, владеющее подлинником ценной бумаги, признается являющимся ее собственником и субъектом, управомоченным требовать исполнения по ней, если содержание этой бумаги указывает на правомочность соответствующего признания. Этот принцип называется публичной достоверностью.

Из вышеуказанного принципа вытекает правило об ограничении возражений. Это правило означает, что недопустимо отказывать в предоставлении исполнения по ценной бумаге, задерживать исполнение или исполнять ненадлежащим образом со ссылкой на какие-либо факты, не нашедшие отражения в тексте бумаги. Обязанное лицо, которому ценная бумага предъявлена к исполнению, может отказать, например, если документ предъявлен раньше указанного в нем срока исполнения. Любой выход за пределы содержания документа противоречит природе ценных бумаг. Такое положение находит свое прямое отражение в законодательстве. Пункт 2 статьи 133 ГК РК говорит о том, что не допускается отказ от исполнения удостоверяемого ценной бумагой обязательства со ссылкой на отсутствие основания возникновения этого обязательства, либо на его недействительность. В этом находит выражение абстрактность ценной бумаги.

г) Правоотношениям по ценным бумагам присуще специфическое распределение риска. Этот факт отметил М. Агарков в своей монографии «Учение о ценных бумагах». Действительно, утрата, уничтожение, серьезное повреждение ценной бумаги влечет за собой риск неполучения причитающегося по ней исполнения. Хотя это не означает прекращение того обязательства, которое удостоверяется утраченным документом.

Подчиняясь изложенным четырем правилам, ценные бумаги обращаются как специфический объект гражданских прав и могут выступать объектом различных гражданско-правовых сделок: купли-продажи, дарения, мены, займа, залога, наследования, хранения, страхования. В числе перечисленных сделок сделки об отчуждении имущества и являются основанием приобретения права собственности на ценные бумаги. Все иные основания приобретения права собственности, предусмотренные ГК РК, не являются основаниями приобретения права собственности на ценные бумаги в силу юридической природы последних как формы сделок.

С передачей ценной бумаги к новому обладателю переходят в совокупности все удостоверяемые ею права. В случаях, предусмотренных законом или в установленном им порядке, для осуществления и передачи прав, удостоверенных ценной бумагой, достаточно доказательств их закрепления в специальном реестре.

Ценным бумагам свойствен признак публичной достоверности. Его суть заключается в том, что законом предельно ограничен круг тех оснований, опираясь на которые должник вправе отказаться от исполнения лежащей на нем обязанности. В частности оформленная по всем правилам ценная бумага не может быть оспорена должником со ссылкой на отсутствие основания возникновения обязательства либо на его недействительность. Допускаются лишь возражения по формальным основаниям, в частности, ссылка на пропуск срока представления ценной бумаги к исполнению либо оспаривание ценной бумаги со ссылкой на ее подделку либо подлог. Владелец ценной бумаги, обнаруживший подлог или подделку ценной бумаги, вправе предъявить к лицу, передавшему ему бумагу, требование о надлежащем исполнении обязательства, удостоверенного ценной бумагой, и о возмещении убытков.

Наконец, характерным признаком ценной бумаги является то, что осуществление воплощенного в ней субъективного гражданского права возможно лишь при предъявлении ценной бумаги. Утрата ценной бумаги влечет за собой, как правило, невозможность реализации закрепленного ею права. Вместе с тем, лицо утратившее ценную бумагу, вправе обратиться в суд с заявлением о признании утраченной ценной бумаги недействительной и о восстановлении прав по ней.

Статья 134 ГК РК предусматривает возможность восстановления прав по некоторым видам ценных бумаг. Гражданско-процессуальным законодательством, в частности, предусмотрена процедура вызывного производства по восстановлению прав по утраченным ценным бумагам на предъявителя.

Здесь обращает на себя внимание тот факт, что восстановление права по утраченной предъявительской ценной бумаге означает выдачу дубликата документа, то есть новой ценой бумаги. Это в очередной раз иллюстрирует связь и невозможность раздельного существования документа и подтверждаемого им имущественного права.

Однако упомянутые права без каких-либо затруднений могут быть восстановлены только в случае отсутствия еще каких-либо претендентов на эти права. Если же на одно и то же право будут претендовать несколько субъектов и один из них будет обосновывать свое право, предъявляя подлинник соответствующей ценной бумаги, то данный спор будет решен в пользу именно этого субъекта, если не будет доказана его недобросовестность при приобретении данного документа.

Восстановление прав по утраченным ордерным ценным бумагам осуществляется также в судебном порядке и возможно при условии признания выдачи утраченной ценной бумаги лицом, выдавшим документ, а исполнение по восстановленной ценной бумаге можно будет получить при условии восстановления все передаточных надписей, имевших место на утерянном документе. Вместе с тем, восстановление прав по ордерной ценной бумаге с бланковыми индоссаментами является практически невозможным в силу того, что данный вид передаточной надписи позволяет легитимировать лишь того субъекта, который в данный момент действительно владеет документом. Признать же такого субъекта неуправомоченным требовать исполнения по данной бумаге представляется возможным только в случае доказанности неправомерного попадания документа в его владение.

Восстановление прав по утраченной ордерной ценной бумаге с именными индоссаментами может иметь затруднения исключительно практического характера, когда индоссанты будут отказываться от восстановления индоссаментов или кого-либо из этих индоссантов невозможно будет найти либо по иным подобным причинам.

Восстановление прав по утраченным именным ценным бумагам представляется возможным только в случае признания выдачи соответствующего документа обязанным по нему лицом.

Ценные бумаги как индивидуально-определенные вещи могут быть истребованы из чужого незаконного владения. Однако шансы доказать чужое незаконное владение предъявительской и ордерной с последним бланковым индоссаментом крайне не велики. Более того, если ценные бумаги на предъявителя находятся во владении добросовестного приобретателя, то они не могут быть от него истребованы.

Право собственности на ценные бумаги прекращается по основаниям, предусмотренным Гражданским Кодексом РК. Это – отчуждение документа, отказ владельца ценной бумаги от права собственности на нее, уничтожение документа. Однако в отличие от первых двух оснований уничтожение ценной бумаги, как уже отмечалось, не означает того, что ее владелец утрачивает право требования по ней, но в тоже время отсутствие подлинника документа не позволит осуществить это право.

Право собственности на ценные бумаги может быть прекращено и в некоторых случаях принудительного изъятия, предусмотренных статьей 249 ГК РК: обращение взыскания на имущество по обязательствам владельца ценных бумаг; конфискация; в иных случаях, предусмотренных Гражданским Кодексом Республики Казахстан. Таким случаем, в частности, является принудительный выкуп акций банков и организаций осуществляющих отдельные виды банковских операций, в случае наличия у них отрицательного размера капитала.

По поводу ценных бумаг могут возникать и залоговые отношения. Однако, не всякая ценная бумага может быть предметом залога, поскольку понятие залога в статье 299 ГК РК определено таким образом, что в случае неисполнения обязательства должником залогодержатель приобретает не право собственности на предмет залога, а лишь преимущественное право получить удовлетворение от стоимости заложенного имущества. То есть при наступлении указанных обстоятельств предмет залога должен быть продан, и только вырученные средства посылаются на погашение соответствующего обязательства.

На основании этой нормы в залог могут быть переданы только ценные бумаги на предъявителя и ордерные ценные бумаги с последним банковым индоссаментом. Именно эти ценные бумаги в отличие от именных позволяют любому их держателю, в том числе залогодержателю, продать их самостоятельно и в любое время, поскольку как отмечалось выше, фактическое обладание такими документами является достаточным легитимирующим фактом. Этот факт лежит и в основе того, что при залоге ценных бумаг последние должны быть переданы залогодержателю или размещены в банке.

Имеющееся в данном пункте дополнение о том, что договором могут быть предусмотрены иные условия залога, не вполне обосновано с точки зрения обеспечения надежности залогового правоотношения. К примеру, стороны вправе договориться об оставлении предъявительских ценных бумаг во владении законодателя или третьих лиц. Но в случае отчуждения ценных бумаг законодателем в нарушение договора добросовестному приобретателю залогодержатель не сможет истребовать от последнего эти ценные бумаги.

Залог ценных бумаг должен быть оформлен письменным договором как того требует статья 307 ГК РК. Само право залога в отношении ценных бумаг в силу их правовой природы возникает с момента передачи их залогодержателю или фактическое их размещение в банке.

Операция с ценными бумагами представляет собой законченное действие или ряд действий с ценными бумагами или денежными средствами на фондовом рынке для достижения поставленных целей:

– обеспечения финансовыми ресурсами деятельности субъекта операции – формирование и увеличение собственного капитала, привлечения заемного капитала или ресурсов в оборот. По своему экономическому назначению – это пассивные операции, которые осуществляются через эмиссию ценных бумаг, поэтому название эмиссионных операций;

– вложение собственных и привлеченных финансовых ресурсов в фондовые активы субъектом операций от своего имени. По своему экономическому назначению – это активные операции, которые осуществляются путем приобретения фондовых ценностей на фондовой бирже, в торговой системе, на внебиржевом рынке, поэтому носят название инвестиционных операций.

Особенностью рынка ГКО является отработанная технология осуществления инвестиционных операций на основе использования механизма кассовых сделок. Целесообразно вспомнить, что при классификации сделок прежде всего используется такой критерий, как срок, в течении которого они должны быть выполнены. В соответствии с этим признаком биржевые сделки можно разделить на кассовые, т.е. подлежащие 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 соответствии с Гражданским Кодексом Республики Казахстан под сделкой с ценными бумагами следует понимать взаимное соглашение, связанное с возникновением, прекращением или изменением имущественных прав, заложенных в ценных бумагах. Они возможны при покупке и продаже, уступке прав, наследовании, дарении, учете, зачете и т.д. Наиболее часто происходит покупка и продажа ценных бумаг: осуществляя эмиссионную операцию, эмитент продает свои ценные бумаги их первому держателю, любая инвестиционная операция связана с покупкой инвестором и продажей владельцем фондовых ценностей и т.д. Таким образом, правовой аспект операции отражает те права и обязанности, которые приобретают участники в процессе ее совершения, включая имущественную ответственность при нарушении условий сделки.

Законодательство о ценных бумагах Республики Казахстан определяет круг субъектов рынка ценных бумаг. В Казахстане это могут быть эмитенты, брокеры, дилеры и инвесторы, в роли которых выступают как органы государственного управления, так и юридические и физические лица. Инвесторами, то есть приобретателями ценных бумаг, вложившими в них свои средства, могут быть любые юридические и физические лица, а также государство в лице его органов управления.

Эмитентом может являться государство или юридическое лицо, выпускающее от своего имени ценные бумаги и обязующееся выполнить обязательства, предусматриваемые в условиях выпуска. Государство, например, может выпускать облигации государственного займа, быть эмитентом казначейских обязательств. Юридические лица могут эмитировать акции, корпоративные облигации и другие ценные бумаги. Законодательством Республики Казахстан воспрещается лишь выпускать ценные бумаги для покрытия убытков предприятия, связанных с его хозяйственной деятельностью.

Субъектом рынка ценных бумаг является государство в лице своих органов, выдавая лицензии на право ведения операций с ценными бумагами. Выпуская ценные бумаги в обращение, регистрируя акционерные общества и др.

Основными же субъектами являются дилеры и брокер, которые и создают собственно вторичный рынок ценных бумаг. Действуют они как на фондовой бирже, так и на внебиржевом рынке. Суть их деятельности состоит в осуществлении посреднических операций на рынке ценных бумаг. Согласно законодательству на ведение посреднической деятельности на рынке ценных бумаг республики юридическим и физическим лицам необходимо иметь разрешение, выдаваемое АФН.

Имеющие такую лицензию брокеры и дилеры становятся профессиональными участниками рынка ценных бумаг. Различие между дилерами и брокерами состоит в том, что первые осуществляют посредническую деятельность за счет собственных средств и на свой риск, вторые же занимаются этой деятельностью за счет клиента. Доход дилеров формируется за счет разницы в курсах при покупке и продаже ценных бумаг. Доход брокеров составляют проценты, взимаемые за оказание посреднических услуг, общее же между ними то, что и те и другие являются посредниками на рынке ценных бумаг.

Законодательством закреплено понятие профессиональных участников рынка ценных бумаг и четко очерчен их круг. Чтобы стать профессиональным участником рынка ценных бумаг, помимо необходимого уровня квалификации и профессионализма требуется разрешение от имени государства на ведение, как уже отмечалось, профессиональной деятельности, а также деятельности по выпуску ценных бумаг в обращение, их распространению и т.д. Таким образом, в круг профессионалов рынка ценных бумаг входят еще и субъекты, выполняющие функции эмитентов, занимающиеся выпуском ценных бумаг на основе договоров, распространителей ценных бумаг, то есть организации, которые по поручению и в интересах эмитентов на основе соответствующего договора занимаются выпуском ценных бумаг, их размещением, а также депозитарной деятельностью.

Анализируя теорию и законодательство иностранных государств, я бы хотела обратить внимание на то, что определением понятия классических ценных бумаг фактически высвечивается два специфических аспекта: а) содержание удостоверяемого правоотношения, т.е. подтверждение участия в имуществе эмитента или обязательство этого эмитента по передаче определенного имущества и б) юридический смысл в существовании ценной бумаги, заключающийся в том, что ценная бумага как специфический способ удостоверения прав целесообразна для оборота только с позиции передачи удостоверяемых ею прав. Иными словами, появление ценной бумаги в хозяйственном обороте обусловлено потребностью придать обращению имущественных прав максимально возможную степень мобильности при одновременном сохранении достаточной твердости оборота, когда передача документа представляет собой передачу удостоверяемого им права.

Казахстанское законодательство, однако, исходит из другой предпосылки. Так, статьи 129 – 130 ГК РК, наоборот, определяя ценную бумагу исходит из того, что она нужна для осуществления удостоверенного ценной бумагой имущественного права путем предъявления ей подлинника. Думается, что в данном случае осуществление имущественного права могло бы иметь место и без требования о необходимости удостоверения этого права ценной бумагой. Для этого достаточно любых иных легитимирующих форм, например письменного договора, показаний свидетелей, записей в книгах сторон, писем, факсограмм, телеграмм и др. Вместе с тем ценная бумага как квалифицированная письменная форма сделки нужна для того, чтобы упростить передачу удостоверяемых ею прав. Именно поэтому законодательство традиционно устанавливает режим, при котором каждый раз при передаче прав по ценным бумагам не требуется перезаключение договора, уведомление должника, заключение договора уступки требования и т.д. Для этого достаточно лишь передать подлинник соответствующей ценной бумаги с соблюдением в некоторых случаях определенной процедуры. Этот режим имущественных прав, удостоверяемых ценными бумагами и обусловил установление специфического режима для самих ценных бумаг, при котором последние, в силу неразрывности документа и права, были признаны объектом гражданских прав с режимом движимых вещей. Возможно, в связи с тем, что Гражданский кодекс изначально при определении ценной бумаги не уделил должного внимания именно такой функции ценной бумаги, как обслуживание передачи удостоверяемых ею имущественных прав, стало возможным, что оппоненты разработчиков Гражданского Кодекса РК добились исключения векселя и чека из категории ценных бумаг и что был установлен столь нецелесообразный режим ипотечных свидетельств при котором каждая передача ипотечных свидетельств должна сопровождаться регистрацией в соответствующих регистрирующих органах. Это же основание, а также правовая традиция, видимо легли в основу того, что Гражданский кодекс отнес к ценным бумагам и именные ценные бумаги, хотя десятилетия назад М. Агарков обращал внимание на существенную специфику именных ценных бумаг по сравнению с ордерными и предъявительскими, отмечая, что именные ценные бумаги «не всегда относятся к числу ценных бумаг», поскольку «отличие их от других ценных бумаг весьма существенно».

Безусловно, именные ценные бумаги отвечают тому критерию, что для осуществления прав по ним необходимо предъявление должнику подлинника документа. Однако передача прав по именным ценным бумагам осуществляется согласно статье 132 ГК в порядке, установленном для обычной уступки требования, что препятствует обращению ценных бумаг, во всяком случае на организованных рынках ценных бумаг. Полагаю, что именные ценные бумаги в данном случае более сходны с простой письменной формой одностороннего договора.

Кроме этого, казахстанское законодательство о ценных бумагах также концептуально отличается от законодательства развитых рыночных государств и по другому признаку. В частности, если обратиться к идее, заложенной в основу правовых режимов ценных бумаг в развитых странах, то можно прийти к выводу о том, что законодательство развитых государств за основу регулирования принимает незыблемую категорию – имущественное право и тем самым оставляет простор для установления разнообразнейших форм удостоверения этих имущественных прав. Законодательство же Казахстана, наоборот, за исходную точку принимает форму правоотношения, чем заводит в тупик законодательное регулирование режима ценных бумаг. Та же проблема в российском законодательстве, Гражданский кодекс которого, как и казахстанский, основан на рекомендациях модельного гражданского кодекса для стран СНГ. А поскольку в законодательстве о ценных бумагах Казахстана и России имеют место одинаковые проблемы, то исследователи обеих стран стремятся к их целесообразному разрешению, и определенные сходные результаты в теории уже достигнуты. В частности, выводы о природе классических ценных бумаг и бездокументарных ценных бумаг практически совпадают.

Определяя понятие бездокументарных ценных бумаг, исследователи и в России, и в Казахстане, как уже отмечалось выше, больше склоняются к выводу о том, что этим термином определяется особая категория имущественных прав. Попытки окончательно соотнести две эти категории, по крайней мере, в теории гражданского права России и Казахстана нельзя признать удачными.

Законом Республики Казахстан «О бюджетной системе» от 1 апреля 1999 г. предусмотрен выпуск государственных ценных бумаг Правительством и местными исполнительными органами республики, а также Национальным банком Казахстана. По экономическому содержанию государственные ценные бумаги, как и корпоративные облигации, являются долговыми.

Большинство из упомянутых и, в сущности, известных в мировой практике ценных бумаг удостоверяют собой право их собственников требовать выплаты денег, поскольку они выпускаются в обращение на основании либо предоставления приобретателем ценной бумаги денежного займа эмитенту этих ценных бумаг, либо отсрочки платежа деньгами. Таким образом, имущественное право, удостоверяемое этими ценными бумагами, представляет собой обязательство по уплате денег надлежащим образом легитимированному обладателю соответствующего права требования.

Коносамент и ипотечное свидетельство, при корректном и соответствующем их предназначению в гражданском обороте установлении правового режима, служат товарными распорядительными документами, дающими право требовать передачи поименованного в них товара или право на получение исполнения по основному обязательству и обращения взыскания на соответствующее имущество, а также дающее возможность передать поименованные права. В сущности, природой названных имущественных прав также выступает обязательство.

Несколько неоднозначен ответ о гражданско-правовой природе обязательства по акциям. Статья 139 ГК РК перечисляет права, удостоверяемые акцией. Это – право ее собственника: а) на получение части чистого дохода акционерного общества в виде дивидендов; б) на участие в управлении акционерным обществом и в) на часть имущества, оставшегося после ликвидации общества. Но в отличие от прав по вышеназванным видам ценных бумаг, права собственника акций не абсолютно безусловны. В частности, получение дивидендов возможно только при наличии у общества чистой прибыли и только в случае принятия решения о распределении дивидендов, причем их размер в большинстве случаев не является постоянной. Получение имущества обществом также обусловлено его ликвидацией. Право на участие в управлении делами акционерного общества не всегда может быть предусмотрено по конкретному виду акций, а гражданско-правовая природа этого права вообще сомнительна. Поэтому нередко права акционеров называют правами на участие в капитале и управлении акционерным обществом. Однако с позиции гражданского права полагаю, что права, упомянутые выше в категориях и, являются обязательными правами требования выплаты дивидендов в виде денег или ценных бумаг и передачи другого имущества ликвидируемого акционерного общества. Но при этом объем таких прав требования и время их реализации заранее не определяются, а обуславливаются вышеупомянутыми факторами.

Как видно, права по каждому упомянутому виду ценных бумаг могут удостоверяться различными способами, основными из которых на сегодняшний день могут быть: а) письменный двусторонний или многосторонний договор, в простой или нотариальной форме; б) ценная бумага как письменный инструмент установленной формы с определенными законодательством реквизитами; в) запись в специализированном реестре в случае, когда эти права существуют как бездокументарные ценные бумаги. Несмотря на такой выбор форм существования имущественных прав, не для каждого из имущественных прав, традиционно удостоверяемых классическими ценными бумагами, будет приемлема или целесообразна какая-либо другая форма.

Рынок ценных бумаг как область обращения эмиссионных ценных бумаг – важнейшая составляющая инфраструктуры любой национальной рыночной экономики. Посредством этого рынка происходит перераспределение огромных сумм инвестиций, ситуация на этом рынке является одним из самых чутких и точных индикаторов состояния и тенденций в экономике. Любое ответственное государство осуществляет регулярный мониторинг ситуации на национальном рынке капиталов и постоянно решает вопросы повышения защиты прав инвесторов и безопасности самой инфраструктуры этого рынка. На развитых рынках капитала пришли к пониманию проведения постоянного и глобального учета движения ценных бумаг и встречных денежных сумм. Это вылилось в создание глобальной системы хранения и обездвиживания документарных ценных бумаг и осуществление сделок с дематериализованными ценными бумагами как имущественными правами через специализированную централизованную электронную систему. В основе же существования такой системы лежит концепция бездокументарных ценных бумаг как имущественных прав подтверждаемых записью в реестре. Таким образом, в отношении прав, удостоверяемых эмиссионными ценными бумагами, и только относительно их, оказалось возможным заменить бумажную форму их удостоверения абсолютно другой формой, причем в отличие от первой эта вторая форма не является объектом гражданских прав, также и к самим этим правам не может применяться режим вещей.

Следовательно, норма статьи 135 ГК РК о том, что к такой форме фиксации прав применяются правила, установленные Гражданским Кодексом и иными законодательными актами для ценных бумаг, является необоснованной. В частности, к этой форме фиксации не применяются требования, предъявляемые к ценной бумаге, нормы о передаче прав по ценной бумаге, об исполнении по ценной бумаге и о восстановлении ценной бумаги.

Вышеизложенный анализ показывает целесообразность следующего подхода к законодательному установлению режима ценных бумаг. На мой взгляд, необходимо концептуально определиться и формально выделить пункт 2 статьи 129 и статей 135–139 ГК РК в самостоятельный параграф как имущественные права, обращающиеся на организованных финансовых рынках, и определить эти имущественные права в качестве самостоятельного объекта гражданских прав. В качестве основного установить, что в случае, когда эти права не подтверждаются ценными бумагами или иными законными инструментами, удостоверение этих прав осуществляется соответствующей записью в специализированном реестре. Такая запись является единственным и достаточным подтверждением соответствующего права, и не допускается одновременное удостоверение одного и того же права какими-либо иными способами. Передача упомянутых прав осуществляется путем изменения реквизитов соответствующей записи в реестре в порядке и на условиях, установленных специальным законодательством.

**2.** **Анализ рынка ценных бумаг в Республике Казахстан**

* 1. **Государственное регулирование финансового рынка**

Становление фондового рынка во многом зависит от выбора правильной стратегии развития и модели рынка ценных бумаг, учитывающих все особенности социального, политического, регионального, экономического и финансового характера развития страны.

Исходя из анализа исследований, посвященных моделям рынков ценных бумаг и их роли в обеспечении экономического развития, предлагается классифицировать рынки ценных бумаг как:

* развитый рынок ценных бумаг;
* относительно развитый рынок ценных бумаг;
* формирующиеся рынки ценных бумаг переходных экономик;
* рынок ценных бумаг с исламскими традициями;
* абсолютно неразвитый рынок ценных бумаг.

Развитые и формирующиеся рынки ценных бумаг, рынки ценных бумаг с исламскими традициями

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| Рынки | Страны | Всего |
| Развитые рынки | Австралия, Австрия, Бельгия, Великобритания, Гонконг, Германия, Дания, Ирланлия, Исландия, Италия, Испания, Канада, Люксембург, Мальта, Новая Зеландия, Нидерланды, Норвегия, Португалия, Сингапур, США, Франция, Финляндия, Швеция, Швецария, Япония. | 25 |
| Формирующиеся рынки | Аргентина, Израиль, Индия, Китай, Корея, Мексика, Турция, Чехия, Южная Африка, Азербайджан, Армения, Барбадос, Бахрейн, Бермуды, Болгария, Боствана, Бразилия, Венгрия, Венесуэла, Гана, Греция, Зимбабве, Иордания, Казахстан, Кения, Кипр, Киргизия, Колумбия, Коста-Рика, Латвия, Литва, Малайзия, Маврикий, Намибия, Нигерия, Панама, Парагвай, Польша, Перу, Румыния, Свазиленд, Словакия, Словения, Тайвань, Тунис, Украина, Филиппины, Хорватия, Чили, Эстония, Югославия, Ямайка. | 52 |
| Рынки с исламскими традициями | Бангладеш, Иран, Индонезия, Кувейт, Ливан, Пакистан. | 6 |

В качестве критериев принимают такие показатели как:

* уровень валового национального дохода на душу населения;
* показатель отношения объема биржевого рынка ценных бумаг к ВВП;
* количество эмитентов акций и облигаций, представленных на национальном рынке ценных бумаг.

Развитый рынок ценных бумаг характеризуются капитализацией рынка ценных бумаг выше 80–100% ВВП/ВНП Мировой банк определяет в качестве таких экономик страны с ВНД выше 10066 долларов. На развитом рынке ценных бумаг представлено большое количество национальных и иностранных эмитентов ценных бумаг – более 1100 эмитентов. Исключение составляет Швейцария – 810, при этом отношение объема рынка ценных бумаг к ВВП в этой стране – 21 0,3%. Именно по показателю отношения объема рынка ценных бумаг к ВВП Швейцария была отнесена к странам с развитым рынком ценных бумаг.

Критерии выделения относительно развитого рынка ценных бумаг заключаются в следующем:

* капитализация рынка ценных бумаг до 80% ВВП/ВНП;
* для некоторых рынков показатель ниже 60% от ВВП.

Количество национальных и иностранных эмитентов на относительно развитом рынке ценных бумаг составляет 240–1 100.

Формирующиеся рынки ценных бумаг характеризуются капитализацией рынка ценных бумаг ниже 40–60% ВВП/ВНП. В соответствии с классификацией Международной финансовой корпорации IFС к категории формирующихся рынков относятся в основном рынки ценных бумаг, находящиеся в экономиках с низким и средним доходами на душу населения. Мировой банк определяет в качестве таких экономик страны с ВНД меньше 10 066 долларов. Однако рынки ценных бумаг развивающихся стран и стран с переходной экономикой имеют отличия по уровню развития и ряду показателей. Поэтому необходимо выделить два вида формирующихся рынков ценных бумаг:

* формирующиеся рынки ценных бумаг НИС;
* формирующиеся рынки ценных бумаг переходных экономик.

Особенностью формирующихся рынков ценных бумаг переходных экономик стран бывшего СССР и Восточной Европы является то, что крупные пакеты акционерного капитала распределены между ограниченным числом собственников. Эти страны характеризуются капитализацией рынка ценных бумаг ниже 30% ВВП. Существует относительно низкая насыщенность хозяйственного оборота ценными бумагами и, соответственно, низкая способность к более эффективному перераспределению денежных ресурсов.

Показатель отношения объема рынка ценных бумаг к ВВП имеет средние значения от менее 1% до 30%, для Казахстана и России этот показатель выше, что говорит о более высоком развитии рынка ценных бумаг в этих странах относительно развития рынка ценных бумаг других стран с переходной экономикой.

Для стран с переходной экономикой характерно в среднем присутствие от 60 до 300 эмитентов ценных бумаг. Объединение рынка ценных бумаг Эстонии, Литвы, Латвии с рынком ценных бумаг Швеции, Финляндии, Дании положительно отражается на эмитентах и инвесторах ОМХ, которые имеют доступ ко всем этим национальным рынкам одновременно.

Формирующиеся рынки ценных бумаг новых индустриальных стран характеризуются высокими темпами развития и роста ВВП, особенно в начале 90-х годов. Они вышли на ведущие позиции по отдельным видам промышленной продукции, в том числе наукоемкой. НИС характеризуются экспортом конкурентоспособной продукции. По данным Всемирного банка, большинство НИС имеют средний низкий / высокий уровень дохода, от 826 до 10065 долларов. Эти страны также демонстрируют высокие темпы роста рынка ценных бумаг. Для НИС характерно присутствие от 220 до 1 100 эмитентов ценных бумаг. Исключение составляют Маврикий и Кипр – островные государства. Китай, Южная Корея, Индия – это новые индустриальные страны, чьи экономики демонстрируют прорыв в уровне экономического развития. Они являются очень привлекательными для инвесторов. Государственная политика, направленная на индустриально-инновационное развитие, позволяет именно через рынок ценных бумаг перераспределять инвестиционные ресурсы между приоритетными секторами экономики, НИС имеют и опережающие темпы роста рынков ценных бумаг.

Среднегодовой темп роста рынка ценных бумаг превышает для большинства НИС 30%. Для Аргентины, Бразилии, Турции, Греции темп выше 100% годовых, а в Египте – 315%. Это говорит об ускоренном развитии рынка ценных бумаг, углубленных инвестиционных процессах и о привлекательности инструментов национальных эмитентов для инвесторов.

Выделение формирующегося рынка ценных бумаг с исламскими традициями обусловлено характерными чертами: верностью традициям и особенностями поведения участников этих рынков.

На этом рынке преобладают акции, бумаги участия и бумаги партнерства, то есть в виде «совместного участия» с центральными и региональными властями инвесторы получают доход не в качестве процента, а доли прибыли. Например, в Пакистане и Иране практически отсутствует рынок корпоративных долговых инструментов. Это связано с тем, что ислам запрещает взимать процент и продавать долговые инструменты по цене ниже или выше номинальной стоимости

Египет, Малайзия, Таиланд, Турция, Пакистан и Иран – страны, где рынок ценных бумаг динамично развивается за счет оборота акционерного капитала, но сектор корпоративного долгового финансирования в этих странах практически не может быть представлен, что связано с религиозными особенностями этих государств.

Модель абсолютно неразвитого рынка ценных бумаг характеризуется тем, что практически отсутствуют национальные инвестиционные ресурсы, национальное производство не может эффективно потребить иностранные инвестиции. Такая модель характерна и для наименее развитых экономик.

Таким образом, на фоне нехватки инвестиционных ресурсов существует неспособность экономических субъектов и экономического механизма распределять финансовые ресурсы.

Степень насыщенности хозяйственного оборота ценными бумагами в странах с переходной экономикой на 2003 год

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| Страны | ВВП,млрд. долл. | Капитализация национальногорынка ценных бумаг, млрд. долл. | Объем рынка ценных бумаг,ВВП в %. | Классификация Всемирного банка по уровню дохода на душу населения |
| Польша | 198,3 | 28,8 | 28,8 | Средний высокийдоход 3256–10065долларов |
| Венгрия | 82,7 | 18,9 | 22,8 |
| Дания, Швеция, Латвия, Литва, Эстония | 904,2 | 728,8 | 80,6 |
| Россия | 432,9 | 311,1 | 71,9 |
| Болгария | 19,7 | 0,19 | 0 | Средний низкийдоход 825–3255долларов |
| Казахстан | 29,8 | 33,8 | 113,4 |
| Грузия |  | 0,20 | 0,05 |
| Туркменистан | 6,2 | Только товарная биржа |
| Румыния | 57 | 0,29 | 0,01 |
| Украина | 49,5 | 0,09 | 0,00 |
| Армения | 2,8 | 0,02 | 0,9 |
| Азербайджан | 7,1 | 0,00 | 0 |
| Узбекистан | 10 | 0,03 | 0,37 | Низкий доход – ниже825 долларов |
| Кыргызстан | 1,9 | 0,03 | 0,01 |

Количество компаний – эмитентов акций и эмитентов облигаций – субъектов частного и общественного секторов переходных экономик на 2003 год

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Страны | Эмитенты акций | Эмитенты облигаций | Всего | Капитализация акций, млн. долл. | Объем облигаций, млн. долл. | Отношение объема облигаций к объему акций, % |
| Польша | 203 | 5 | 208 | 9 662,7 | 577,1 | 5,9 |
| Венгрия | 49 | 12 | 61 | 8 269,9 | 1 629,6 | 19,7 |
| Эстония, Литва, Латвия, Швеция, Финляндия, Дания 6 Швеция, Латвия, Литва, Эстония 3. | 685 | 774 | 1459 | 728 769,2 | 2667008,2 | 365,9 |
| Болгария | - | - | 338 | 154,2 | 41,1 | 26,6 |
| Казахстан | 61 | 68 | 129 | 554,2 | 24 159,9 | 436,1 |
| Румыния | - | 152 | 111 | 285,7 | 5,14 | 1,8 |
| Россия | 157 | - | 309 | 88 970 | 60 976 | 68,6 |
| Украина | - | - | 91 | 3,9 | 84 | 215,4 |
| Кыргызстан | - | - | 68 | 11,1 | 0,7 | 6,3 |
| Грузия | - | - | 278 | 0,81 | 201 | 248,1 |
| Армения | 213 | - | 213 | 0,7 | - | - |
| Азербайджан | - | - | - | 3,4 | 80 | 23,5 |
| Туркменистан | Только товарная биржа |
| Узбекистан | - | - | 478 | 33 | 3,7 | 11,2 |

Итак, формирующиеся рынки, к которым относится рынок Казахстана, обладают рядом особенностей в сравнении с развитыми рынками:

– указанные рынки находятся на начальной стадии развития, низка их ликвидность и насыщенность ценными бумагами, упрощена продуктовая структура, сужен денежный спрос на ценные бумаги при более высоких рисках;

– для этих рынков характерны сверхконцентрации в структуре собственности, в структуре рынка; эти рынки фрагментарны;

– формирующиеся рынки отличаются меньшей прозрачностью и степенью эффективности в сравнении с развитыми рынками индустриальных стран, большей распространенностью инсайдерской торговли, манипулирования и других нарушений честного и справедливого механизма ценообразования.

Степень вмешательства государства на формирующихся рынках должна быть значительно выше, чем на развитых рынках ценных бумаг. На последних – государство работает в режиме корректировки процессов, оформления складывающейся рыночной практики, придания ей формы, которая бы содействовала сохранению честного и справедливого механизма ценообразования. Но и на рынках индустриальных стран в моменты фондовых кризисов или в периоды нарастающих инноваций используется стратегическое планирование, программирование будущего с тем, чтобы найти правильные ответы на вызовы, сохранить конкурентоспособность рынка. Примерами могут быть послекризисное реструктурирование рынка ценных бумаг в США, масштабная перестройка фондового рынка в Великобритании /16/.

Формирующиеся рынки постоянно находятся в состоянии высокой волатильности. Они нуждаются в развитии каждого своего компонента, в инвестициях в инфраструктуру рынков, в заполнении пустоты технологиями, финансовыми продуктами, квалифицированным персоналом, институтами рынка. Каждый из формирующихся рынков должен еще пройти долгий путь к тому, чтобы стать более прозрачным и эффективным, чтобы механизм ценообразования в большей мере отвечал критериям честности и справедливости. В этой связи огромна регулирующая роль государства, чтобы его роль в процессе формирующихся рынков была более значимой, чем на рынках индустриальных стран. «Самоформирование» рынка, не поддержанное государством, как показывает практика, связано с масштабными потерями и кризисами, медленными темпами развития, массовыми нарушениями прав инвесторов. В этой связи, роль государства может проявляться в следующих формах:

– ускоренное создание регулятивной инфраструктуры и, на этой основе, перенос на рынок лучших обычаев и правил делового оборота из зарубежной практики – предписывание рынку, находящемуся на этапе становления, структуры финансовых продуктов, форм и технологий профессиональной деятельности, правил организации фондового бизнеса, управления конфликтами интересов.

– определение стратегии и программирования развития рынка, непосредственное участие в строительстве новых рынков и изменении архитектуры отрасли в тех элементах, которые создают повышенные системные рынки; оказание финансовой поддержки в создании инфраструктуры рынка; разумный протекционизм, позволяющий, с одной стороны, создать отечественную отрасль ценных бумаг, а с другой – использовать операционную способность иностранных инвестиционных институтов и фондовых рынков; формирование системы экономических стимулов, создающих интерес всех классов инвесторов к вложению средств в ценные бумаги;

– демонстрация действенности надзора за честностью и справедливостью механизма ценообразования, неотвратимости санкций за нарушения прав инвесторов и, на этой основе, содействие во введении деловых обычаев и формированию общепринятой рыночной культуры и этики, обеспечивающей становление эффективного и справедливого рынка.

Основной характеристикой фондовых рынков практически всех постсоветских стран является тот факт, что они не выполняют своей главной функции – финансирование инвестиций в реальный сектор экономики, привлечение средств для этой цели. Этот рынок существует в основном как бы сам для себя и не является органической частью финансовой системы, призванной обеспечить эффективное использование капитала в интересах экономики в целом. Для того, чтобы фондовый рынок более эффективно выполнял свою функцию в качестве «преобразователя» накопления в инвестиции необходимо, чтобы широкие слои населения были заинтересованы вкладывать свои сбережения в корпоративные ценные бумаги. Практика показала, что для обеспечения быстрых темпов экономического роста необходимы крупные инвестиции, высокая национальная норма накопления. Характерным примером в этом отношении является Япония и Южная Корея /17/. «Корейское чудо» в значительной мере связано с высокой нормой накопления. В 1991–1997 гг. в этой стране она была одной из самых высоких в мире, составляя более 37%.

Важную роль в эффективном использовании сбережений для инвестиций играет соответствие их структуры структуре инвестиционного спроса. Если сбережения носят в основном краткосрочный характер, а экономика нуждается в долгосрочных капиталовложениях, необходимо принимать меры по повышению доверия населения к власти, национальной валюте, банкам и фондовому рынку.

Однако для достижения оптимального экономически и социально приемлемого соотношения между уровнем инфляции и степенью занятости населения также важна роль государства. Экономика сама по себе не может обеспечить полную занятость работоспособного населения и стабильность цен. Рыночные механизмы должны быть дополнены государственными стабилизирующими мероприятиями, важными из которых являются сбор налогов) и кредитно-денежные мероприятия. При этом полностью исключить экономические колебания невозможно, однако можно ослабить резкие колебания цен и занятости. Роль государства в странах с развитыми рыночными отношениями заключается в том, что оно воздействует на экономику, оптимизируя уровень инфляции и обеспечивая наиболее полную занятость. При достижении этих целей государство использует следующие инструменты:

1) фискальную политику;

2) кредитно-денежную политику, которая включает в себя:

* операции на рынке государственных ценных бумаг;
* ставку рефинансирования;
* величину обязательного банковского резервирования.

Рассмотрим, как, используя эти инструменты, государство имеет возможность воздействовать на уровень сбережений и инвестиций.

*Фискальная политика.* Политика государственных расходов и налоги изменяет уровень равновесия дохода. При этом повышение налогов приводит к понижению чистого дохода населения. Сокращение доходов приводит к сокращению потребительских расходов, сбережений и в конечном итоге инвестиций, осуществляемых населением.

Если при этом государство, собрав налоги, оставляет прежними государственные инвестиции и расходы, то сокращение потребления вызывает уменьшение производимого чистого национального продукта. Таким образом, при высокой занятости населения и наличии инфляционных тенденций в экономике новые налоги помогают сократить инфляцию. В том случае, когда экономика государства находится в депрессивном состоянии, фискальная политика направлена на снижение налогового бремени. Уменьшение налогов ведет к росту чистого дохода. Это, в свою очередь, вызывает рост потребительских расходов, сбережений и частных инвестиций. В конечном итоге происходит рост национального продукта. Мероприятия, проводимые в рамках налогово-бюджетной политики правительства, могут также принимать форму изменения объемов государственных закупок. Рост государственных закупок стимулирует рост национального продукта, поскольку в результате растут доходы фирм от продажи товаров и услуг государству; также растут и доходы семейных хозяйств, если увеличивается заработная плата рабочих, занятых в государственном секторе или растет количество занятых в нем. Снижение же объемов государственных закупок оказывает на национальный продукт противоположный эффект.

*Ставка рефинансирования.* В руках государства есть еще один эффективный механизм воздействия на экономику. Этим механизмом является процентная ставка, под которую Центральный банк предоставляет кредит коммерческим банкам. При инфляционных тенденциях в экономике учетная ставка повышается. В этом случае кредит, получаемый коммерческими банками, становится дорогам. Это вызывает увеличение стоимости кредитов, которые коммерческие банки предоставляют субъектам экономических отношений. В результате происходит снижение привлечения инвестиционных ресурсов, что замедляет увеличение объемов производства и, следовательно, уменьшает инфляционные тенденции в экономике.

В случае экономического застоя ставка рефинансирования снижается. Кредит становится более дешевым, что вызывает возрастание спроса на него. При этом возрастает объем инвестиционных средств, обеспечивая расширение производства.

Изменение нормы резервирования в коммерческих банках. При инфляции Национальный банк может использовать мощный инструмент, который представляет собой требование увеличения нормы резервирования средств коммерческими банками. В этом случае связываются денежные средства коммерческих банков, объем денежной массы становится меньше, ее инфляционное давление снижается. При снижении объемов производства и дефляционных явлениях норма резервирования уменьшается. Денежные средства высвобождаются, что приводит к росту инвестиций, развитию производства и увеличению занятости.

*Выпуск государственных ценных бумаг.* Операции на открытом рынке. Рынок государственных ценных бумаг, выполняя функции по обслуживанию государственного долга, играет, кроме того, роль регулирующего финансового инструмента. При нарастании в стране инфляционных тенденций государство в лице уполномоченного института выпускает государственные ценные бумаги. При этом часть денег связывается и изымается из оборота, что снижает инфляционное давление на финансовую систему. В случае экономического застоя, сокращения производства государство выкупает государственные ценные бумаги. При этом денежные средства высвобождаются, обеспечивая увеличение инвестиционных ресурсов.

Государственные ценные бумаги, почти безрисковые, поскольку государство гарантирует своевременное выполнение своих обязательств. При этом государство старается в меру возможностей обеспечить конкурентоспособную доходность по сравнению с другими финансовыми инструментами, которая частично обеспечивается льготным налогообложением и высокой степенью ликвидности государственных ценных бумаг.

**2.2 Анализ рынка государственных ценных бумаг**

В современной рыночной экономике одним из основных эмитентов ценных бумаг, как известно, становится государство. Как я уже говорила в предыдущей главе, во всём мире централизованный выпуск ценных бумаг используется в широком плане в качестве инструмента государственного регулирования экономики, а в плане более узком – как рычаг воздействия на денежное обращение и управление объёмом денежной массы, средство не эмиссионного покрытия дефицита государственного и местного бюджетов, способ привлечения денежных средств предприятий и населения для решения тех или иных конкретных задач. Накоплен богатый опыт моделирования и выпуска разнообразных финансовых гособязательств, отвечающих потребностям и запросам различных инвесторов – потенциальных вкладчиков в государственные ценные бумаги.

В распространении и обращении государственных ценных бумаг значительную роль играют коммерческие банки, приобретающие и продающие их на фондовых рынках. Такие банки занимают одно из ведущих мест среди держателей рассматриваемых бумаг. Ещё более велика роль коммерческих банков как дилеров, через руки которых проходит значительно большое количество государственных ценных бумаг, нежели аккумулируемое ими как держателями. Государственные ценные бумаги принято делить на рыночные и нерыночные – в зависимости от того, обращаются ли они на свободном рынке или не входят во вторичное обращение на биржах и свободно возвращаются эмитенту до истечения срока их действия. Основную часть государственных ценных бумаг составляют рыночные. Рынок правительственных заимствований имеет разные названия. В их числе: рынок государственных облигаций, рынок государственного или национального долга, рынок правительственных займов или рынок государственных инструментов с фиксированной ставкой. В Великобритании, например, такой рынок также называется рынком «золотообрезных» облигаций благодаря сертификатам с золотой каймой.

В связи со стремлением Правительства РК использовать государственные краткосрочные и среднесрочные обязательства в качестве одного из определяющих источников бюджетных поступлений рынок государственных ценных бумаг получает мощный импульс. Каждый раз, когда правительство собирается привлечь займы, ему необходимо решить, на какое время ему понадобятся средства. Существуют различные названия периодов заимствования, которые все вместе называются «сроками». Эти сроки могут быть также разбиты на различные временные периоды, каждый из которых имеет свое собственное название.

Для большинства государств самый короткий период времени, на который они привлекают средства, равен 3 месяцам. Обычно такие инструменты называются «краткосрочными бумагами». В некоторых странах национальные заемщики могут использовать этот термин для заимствований и на более долгосрочные периоды вплоть до 1 года. Такие инструменты обычно предлагаются правительствами только первоклассным банкам, которые будут торговать ими только на межбанковском рынке и очень редко – на биржах ценных бумаг.

Следующий термин – это рынок краткосрочных займов или облигаций, который обычно представляет заимствования на срок от одного года до пяти лет. Обычно эти инструменты обращаются на организованных биржах, но структура ценообразования по этим инструментам делает их привлекательными только для небольшого круга профессиональных инвестиционных институтов и не представляющими интереса для частных лиц.

Еще один важный термин – это рынок среднесрочных займов или облигаций. Среднесрочные ценные бумаги – это термин, который до недавнего времени использовался только в Великобритании и США и представлял облигации со сроком погашения от 5 до пятнадцати лет или от двух до десяти лет. Большинство других государств не привлекали средства на периоды более 10 лет. Только недавно Германия и Япония стали выпускать облигации со сроком погашения 20 лет и больше.

Последний вид заимствований с точки зрения сроков называется долгосрочным, и этот термин используется для займов на период вплоть до тридцати лет.

Следует заметить, что такие названия дал соответствующим инструментам рынок, и они могут быть разными в разных странах. Например, в Великобритании эти термины используются для описания периода с настоящего времени до момента погашения облигаций правительством независимо от того, сколько времени прошло с момента выпуска инструментов. В США, наоборот, эти термины используются для описания периода действия облигации на момент выпуска независимо от того, сколько времени осталось до ее погашения правительством, поскольку в США, если облигация была выпущена на период 25 лет, то она остается долгосрочной, даже если она будет погашена через 2 года. Также следует помнить, что выпуски облигаций не становятся краткосрочными бумагами в последний год или три месяца жизни облигации.

Бумаги и облигации являются абсолютно различными инструментами. Существуют еще бессрочные облигации. Эти облигации, выпускаемые правительством, не имеют конкретной даты погашения.

Поскольку такие правительственные заимствования представляют собой кредиты государству, то кредиторы будут ожидать не только возврата своих средств, но также и плату за использование их денег. Поскольку по кредитам такие платежи называются процентными, методы, которые правительство может использовать для выплаты этих процентов, называются «видами процентов».

Один из таких методов называется дисконтированием. По этому виду правительство включает все начисляемые на заимствование проценты и выплачивает вместе с основной суммой долга. Соответственно первоначальная сумма, предоставляемая в кредит государству, будет меньше той суммы, которую государство выплачивает в конце срока. Традиционно этот метод применяется практически для всех краткосрочных бумаг, но в последние годы он также стал популярен для более долгосрочных инструментов. По методу дисконтирования погашается «Государственное краткосрочное казначейское обязательство», на государственном языке именуемое – «Мемлекеттiк кыска мерзiмдi казынашылык мiндеттеме» со сроками обращения три, шесть, девять и двенадцать месяцев. Номинальная стоимость краткосрочного казначейского обязательства – 100 тенге. Для исчисления вознаграждения используется фактическое количество дней в сроке обращения краткосрочных казначейских обязательств. Размещение краткосрочных казначейских обязательств осуществляется по дисконтированной цене, погашение – по номинальной стоимости.

Следующий метод называется «купонными платежами». При этом методе государство устанавливает фиксированную годовую процентную ставку, который выплачивается кредиторам либо раз в год, либо раз в полгода. В этом случае та сумма, которую государство заимствует в начале периода, будет равняться той сумме, которую оно выплатит в конце периода. Этот метод используется правительствами для большинства государственных облигаций. По методу купонных платежей погашаются «Государственное среднесрочное казначейское обязательство» на государственном языке именуемое «Мемлекеттiк орта мерзiмдi казынашылык мiндеттеме», номинальной стоимостью – 1000 тенге со сроками обращения свыше года до пяти лет включительно. Сумма купона определяется следующей формулой:

S=N\*C\*180/360

где S, тенге – сумма купона среднесрочных казначейских обязательств, подлежащих очередной выплате,

N, тенге – сумма номинальной стоимости соответствующего количества среднесрочных казначейских обязательств, подлежащих очередной выплате,

С, % – ставка купона.

По такому же принципу осуществляется выплата долгосрочных казначейских обязательств – МЕУКАМов.

Третий метод называется «индексацией». Поскольку покупательная сила денег в будущем может быть меньше, чем в настоящий момент и основную сумму долга к этому индексу, что даст инвесторам стабильный доход от их средств в реальном выражении. По принципу «индексации» начисляется доход среднесрочных индексированных казначейских обязательств – МОИКАМов. Индексация денег, вложенных в среднесрочные индексированные казначейские обязательства, производится путем исчисления индексированного купона, полученного от сложения фиксированного купона, определенного при размещении, и индекса инфляции за истекший купонный период.

Сумма индексированного купона определяется следующей формулой:

S=N\*I/100+C,

где

S, тенге – сумма индексированного купона среднесрочных индексированных казначейских обязательств, подлежащих очередной выплате,

N, тенге – сумма номинальной стоимости соответствующего количества среднесрочных индексированных казначейских обязательств, подлежащая очередной выплате,

I, % – индекс инфляции за истекший купонный период, подлежащий выплате, при этом,

I = \*\*\*….\*) – 1)\*100

где I1, I2, I3,…, In – индексы потребительских цен за соответствующие месяцы купонного периода, значение I округляется до третьей цифры после запятой,

С, – сумма фиксированного купона,

при этом,

C=N\*К\*180/360,

где, К, % – значение фиксированного годового купона, определенного при размещении.

Индекс потребительских цен публикуется ежемесячно Агентством Республики Казахстан по статистике. В случае, если индекс инфляции за истекший купонный период равен отрицательному значению, то значение индекса инфляции принимать равным нулю. Аналогично осуществляется выплата индексированного купона по долгосрочным индексированным казначейским обязательствам – МУИКАМам.

В процессе заимствования средств заемщик должен продумать, как он будет погашать займ, а кредитор должен учитывать вероятность того, что его средства могут к нему не вернуться. Оба должны, таким образом, решить, какая процентная ставка должна выплачиваться по займу. Совершенно очевидно, что заемщик хочет получить средства по наименьшей возможной ставке, а кредитор хочет предоставить средства в кредит по наивысшей возможной ставке. Для того чтобы обе стороны могли найти ставку, которая лежит где-то посередине, необходимо учесть ряд факторов:

Кредитоспособность;

Стабильность государства;

Прогноз инфляции.

С целью защиты пенсионных активов накопительных пенсионных фондов Минфином РК выпускаются специальные валютные государственные облигации АВМЕКАМысо сроком обращения пять лет в бездокументарной форме номинальной стоимостью 100 долларов. Владельцы АВМЕКАМ имеют право на получение их номинальной стоимости при погашении и на получение вознаграждения в размере 6,14% годовых.

Следующим типом государственных ценных бумаг являются НСО – национальные сберегательные облигации.

Размещение НСО среди инвесторов осуществляется путем проведения подписки через финансовых агентов, которыми являются банки второго уровня, выполняющие роль субдепозитариев депозитария генерального финансового агента. Все затраты финансовых агентов по субдепозитарному обслуживанию НСО, выплате процентов и погашению номинальной стоимости облигаций компенсируются комиссионными вознаграждениями, которые оговариваются в агентских соглашениях, заключаемых с генеральным финансовым агентом, и выплачиваются МФ РК одновременно с выплатой квартальных процентов. При этом комиссионные вознаграждения не должны превышать пяти процентов годовых от размещаемого ими объема облигаций.

Финансовые агенты принимают заявки и оплату за приобретаемые НСО от инвесторов до достижения объемов, оговоренных в агентских соглашениях. Оповещение инвесторов о выпуске и начале подписки на национальные сберегательные облигации производится МФ РК за две календарные недели до начала подписки на очередную эмиссию облигаций через средства массовой информации и финансовых агентов. Информация должна содержать: инструкцию по подписке и приобретению НСО, порядок их обращения, дату и номер эмиссии, срок обращения, дату выплаты процентов и погашения, метод расчета процентной ставки, минимальный и максимальный объем приобретения НСО единичным инвестором, список финансовых агентов, через которых может осуществляться подписка, условия признания выпуска НСО состоявшимся. Подписка продолжается в течение десяти календарных дней и заканчивается за три банковских дня до начала обращения НСО.

При осуществлении подписки инвесторы заполняют заявку, в которой указываются полные данные об инвесторе, количество приобретаемых облигаций, дату и время подачи заявки, наименование финансового агента, обслуживающего данного подписчика. Инвестор одновременно с подачей заявки производит оплату в сумме, соответствующей количеству облигаций, указанному в заявке.

На НСО начисляются плавающие проценты доходности, которые выплачиваются ежеквартально. Плавающая процентная ставка устанавливается равной средней ставке доходности трехмесячных государственных краткосрочных казначейских обязательств по средневзвешенной дисконтированной цене, сложившейся на аукционах, проводимых МФ РК совместно с Национальным Банком РК, за период соответствующего квартала, включая первую неделю обращения облигаций для первого квартала и недели выплаты процентов для последующих кварталов начисления процентов. Погашение номинальной стоимости облигаций производится одновременно с выплатой последней процентной ставки дохода в течение тридцати календарных дней после установленной даты. После окончания этого срока сумма невостребованных инвесторами процентных выплат и номинальной стоимости облигаций аннулируется и перечисляется в доход республиканского бюджета.

Все операции с НСО прекращаются за семь дней до объявленной даты выплаты процентов и погашения. В течение этого времени генеральный финансовый агент должен представить в Министерство Финансов РК сводную ведомость на погашение, включающую сведения о количестве НСО, по которым производится погашение процентов и погашение к сумме выплаты отдельно по каждому финансовому агенту. Затем средства, необходимые для выплаты квартальных процентов и погашения облигаций, перечисляются Министерством Финансов РК на корреспондентские счета финансовых агентов за один банковский день до объявленной даты выплаты.

Подписка на НСО была ориентирована в основном на население, однако, как показывает анализ, физическими лицами НСО приобретаются лишь на небольшие суммы.

Наиболее популярными государственными ценными бумагами являются краткосрочные ноты Национального Банка РК со сроком обращения от 7 дней до 91 дня номинальной стоимостью 100 тенге. Краткосрочные ноты представляют собой инструмент денежно-кредитной политики Национального Банка, предназначенный для регулирования ставок вознаграждения на финансовом рынке. Краткосрочная нота представляет собой обращаемую эмиссионную государственную дисконтную бездокументарную ценную бумагу, которая размещается Национальным Банком по дисконтированной цене, а погашается по номинальной стоимости.

Условия выпуска и размещения, а также срок обращениякраткосрочных нот определяются в соответствии с целями денежно-кредитной политики, проводимой Национальным Банком РК.

Национальный Банк по согласованию с первичным агентом вправе произвести досрочное погашение вылущенных им краткосрочных нот как в полном объеме, так и частично, если в условиях выпуска и размещения было закреплено данное право и указана дата досрочного погашения.

Размещение краткосрочных нот Национального Банка РК осуществляется следующими методами:

* методом аукциона, проводимого Национальным Банком РК;
* методом продажи Национальным Банком по дисконтированной

цене, согласованной с первичными агентами;

* методом доразмещения.

Аукционный метод размещения краткосрочных нот заключается в том, что удовлетворение заявок начинается с наибольшей дисконтированной цены, указанной в заявках первичных агентов, и заканчивается по цене отсечения. Национальному Банку РК предоставлено право покупать и продавать выпускаемые им краткосрочные ноты на вторичном рынке государственных бумаг в целях оперативного воздействия на состояние финансового рынка. Приобретая или продавая ноты, НБ РК тем самым будет соответственно увеличивать дополнительную ликвидность, либо изымать избыточную с денежного рынка. Складывающаяся доходность по ГКО – важнейший денежный ориентир денежного рынка. Что касается вторичного размещения ГКО, то анализ его базовой характеристики строится на оценке средневзвешенной эффективной доходности по отношению к погашению действующих выпусков – учётной ставке. Если в данный период происходит ускорение или торможение роста котировок ГКО, то оно затрагивает все обращающиеся выпуски независимо от текущего срока до погашения каждого из них.

Показатели по первичному размещению нот НБК

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Срок обращения нот НБК | Дата аукциона | Объем, установленныйМинфином, НБК, | Фактич.спрос | Удовлетворенный объем, | Доходность номинальная | Эффективнаядоходность |
| Ноты 28 дней | 01.02.2008 | 25 000,00 | 31 272 | 31 173 | 6,16 | 6,34 |
| Ноты 26 дней | 02.09.2007 | 100 000,00 | 39 420 | 39 221 | 5,35 | 5,48 |
| Ноты 91 день | 13.07.2007 | 200 000,00 | 165 804 | 200 000 | 5,41 | 5,52 |
| Ноты 180 дней | 22.06.2007 | 200 000,00 | 109 476 | 108 337 | 5,95 | 6,04 |
| Ноты 363 дня | 11.05.2007 | 200 000,00 | 87 445 | 75 880 | 6,50 | 6,50 |

Обращение краткосрочных нот начинается со дня, установленного Национальным Банком для оплаты первичными агентами за приобретенные краткосрочные ноты, и завершается за один рабочий день до даты погашения или даты досрочного погашения.

Владелец краткосрочных нот имеет право передавать их в залог, проводить операции РЕПО иобратного РЕПО, продавать и покупать их на вторичном рынке. Объем биржевых сделок по государственным ценным бумагам на организованном рынке в 3 квартале 2007 увеличился на 9,19% по сравнению с началом года, в связи с увеличением объема сделок «репо» на 8,17% и объема первичных размещений – на 0,37%, соответственно. На долю сделок «репо» в общем объеме сделок с государственными ценными бумагами приходится 94,47%.

Объемы сделок на KASE с государственными ценными бумагами

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
|  | за 1 квартал2007 года | за 2 квартал2007 года | за 3 квартал2007 года | изменения за 3 квартал, в % |
| Объем сделок, в том числе: | 4 794 355 | 5 454 649 | 5 956 126 | 9,19 |
| первичные размещения | 19 809 | 40 135 | 40 282 | 0,37 |

Государственные ценные бумаги, находящиеся в обращении на территории Республики Казахстан

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | на 1 октября 2006 года | на 1 января 2007 года | на 1 апреля 2007 года | на 1 июля 2007 года | на 1 октября 2007 года |
| Всего в обращении в т.ч. | 611 774 | 906 076 | 1 235 740 | 1 308 925 | 885 803 |
| Ноты Национального Банка | 243 374 | 533 103 | 837 492 | 867 530 | 404 439 |
| Ценные бумаги Министерства финансов | 362 740 | 368 280 | 393 555 | 438 002 | 477 971 |
| ценные бумаги местных исполнительных органов | 5 660 | 4 693 | 4 693 | 3 393 | 3 393 |

Всего, на 1 октября 2007 года в обращении на территории Республики Казахстан находилось государственных ценных бумаг на сумму 885 803 млн. тенге.

Как любые ценные бумаги, государственные ценные бумаги имеют три основных критерия, по которым они поддаются анализу. Первый из них – надёжность. Надёжность государственных ценных бумаг по сравнению со всеми другими инструментами финансового рынка, представляется достаточно высокой, поскольку агентом выступает Национальный Банк РК, который по соглашению с Минфином в случае, если Минфин окажется не в состоянии что-либо погасить, автоматически погашает рефинансируемые выпуски. Так, что надёжность государственных ценных бумаг исключительно высока.

Что касается ликвидности, т.е. возможности быстро продать и быстро купить, то пока проблем с государственными ценными бумагами практически не было. А когда у ценной бумаги высокая надёжность и высокая ликвидность, то доходность её бывает ниже, чем у тех рыночных инструментов, которые не обладают двумя первыми замечательными качествами. Известно, чем больше риска, тем больший доход платит эмитент.

Рынок государственных ценных бумаг – оптовый, профессиональный, хотя в нормально отлаженной экономике население, конечно же, имеет право покупать государственные ценные бумаги, но подавляющее большинство населения никаких государственных ценных бумаг не покупает, а свои средства хранит на счетах в сберегательных банках. А вот банки – это уже профессионалы на рынке ценных бумаг – работают с ценными бумагами и зарабатывают деньги и для себя, и для вкладчиков. Такова мировая практика.

Хотя, принимаются меры по популяризации рынка ценных бумаг среди населения путем публикации статьей в СМИ, участия в интервью, конференциях, круглых столах. Также были подготовлены видеоролики для телеканала «Хабар». Кроме того, Агентством по регулированию и надзору РК подготовлены брошюры-памятки для начинающих инвесторов на рынке ценных бумаг, распространение которых планируется, как посредством размещения на веб-сайте Агентства, так и среди населения.

В целях упрощения доступа населения к финансовым продуктам и услугам Агентством пересмотрены требования, предъявляемые к трансфер-агентской деятельности. Данные меры способствовали появлению на рынке ценных бумаг первых трансфер-агентов. Так, в мае 2006 года лицензии на осуществление трансфер-агентсткой деятельности были выданы АО «Казпочта» и ТОО «C-n-D Express».

Вложение денежных средств в государственные ценные бумаги выгодно отличается от размещения в банковские депозиты: надежность таких инвестиций пока не вызывает сомнений, поскольку активное привлечение денежных средств как на внутреннем, так и на внешнем рынке является важнейшей частью государственной политики РК. Помимо соображений надежности, следует учитывать и ликвидность государственных ценных бумаг: в отличие от банковского депозита бумаги можно продать в любой момент без существенных потерь накопленных процентов.

Таким образом, создание за короткое время устойчивого рынка государственных ценных бумаг следует признать успехом, но его нынешние особенности создают известные проблемы, одна из которых заключается в повышении расходов государства по обслуживанию долга. Недобор «штатных» доходов правительство пытается возместить увеличением займов внутри и вне страны. Малодоступность или неприемлемость альтернативных источников финансирования в настоящее время не позволяет сокращать эмиссию государственных ценных бумаг.

Между тем интенсивное наращивание эмиссии государственных ценных бумаг существенно увеличивает затраты по обслуживанию государственного долга. Издержки обслуживания госдолга постепенно приближаются к возможностям налоговой базы бюджета. На 1 февраля 2007 г. сумма государственного долга Казахстана, выпущенного в виде государственных ценных бумаг, включая муниципальные облигации, составила вместе с обслуживанием в текущих ценах 1 449,3 млрд. тенге, или эквивалент 11 480,4 млн. долларов по курсу 126,24 тенге за доллар. С 1 по 31 января 2007 года общая сумма долга в тенговом эквиваленте выросла на 332,7 млрд, в долларовом на 2 688,3 млн. Соответствующие показатели изменения долга в декабре 2006 года составляли +178,3 млрд. тенге, или 1 460,3 млн долларов.

Одной из мер по снижению стоимости обслуживания внутреннего государственного долга является реструктуризация госдолга в пользу относительно более «длинных» ценных бумаг. В то же время реструктуризация должна сопровождаться соответствующими мерами денежно-кредитной и налоговой политики, направленными на повышение привлекательности вложений в другие сектора экономики и инструменты финансового рынка. Среди факторов, характеризующих рынок государственных ценных бумаг, важную роль играют особенности организации первичного и вторичного рынков ценных бумаг, их ликвидность и доходность.

Одно из условий эффективного развития государственного рынка ценных бумаг – организация устойчивого первичного рынка ценных бумаг. Поэтому необходимо расширять круг держателей государственных ценных бумаг, регулировать операции по продаже, диверсифицировать инструменты государственного долга. Однако на увеличение объемов первичного рынка государственных ценных бумаг влияет не только привлекательность его инструментов, но и степень учета интересов отдельных его участников. Предпринимаемые усилия привлечь население к финансированию государственного долга не дают заметных результатов. Физические лица предъявляют ограниченный спрос.

Одно из условий расширения круга держателей государственных ценных бумаг – наличие успешно функционирующего и ликвидного вторичного рынка, основными характеристиками которого являются большой объем обращающихся государственных ценных бумаг с четкой и объективно регулируемой. Развитие первичного рынка государственных ценных бумаг способствует повышению активности и на вторичном. Вторичный рынок растет более быстрыми темпами. Его доля в рынке государственных ценных бумаг составляет 49,17%. Как на первичном, так и на вторичном рынке основная доля сделок приходится на ноты Национального банка. Соответствующие показатели равны 58,4% и 49,9%. Объяснить перевес нот Национального банка и ГКО‑З можно их более высокой ликвидностью и коротким сроком погашения. В секторе среднесрочных и долгосрочных облигаций Министерства финансов наибольшим спросом пользовались бумаги со сроком погашения от 731 до 1825 дней.

Главной тенденцией в развитии рынка ГДО в ближайшем будущем станет увеличение сроков государственных заимствований. Преобразование структуры рынка ГДО в пользу более длительных заимствований и, как следствие, повышение спроса на свободные денежные ресурсы на фоне все большего международного признания казахстанского корпоративного и государственного долгового рынка ценных бумаг вызовет приток иностранного капитала, величина которого будет зависеть у каждого дилера от способов его привлечения.

Пополнение арсенала финансовых инструментов на рынке ГДО долгосрочными долговыми обязательствами неизбежно поставит вопрос о поиске инвесторов путём предложения со стороны дилеров дополнительных услуг, а также оптимизации и уменьшения стоимости уже предлагаемых. В данной ситуации дилеры могли бы предложить инвесторам оплату комиссии не по каждой совершаемой сделке на рынке ГДО, а за месячный оборот, что позволит инвестору с увеличением оборота уменьшить размер комиссионных. Кроме того, для привлечения крупного инвестора дилер мог бы предложить разработать индивидуальную схему инвестиционного портфеля, состоящего из ГДО.

**2.3** **Анализ деятельности инвестиционных фондов**

Наряду с другими элементами инвестиционной структуры в Республике Казахстан может быть создан и инвестиционный фонд.

Седьмого июля 2004 был принят Закон Республики Казахстан «Об инвестиционных фондах», устанавливающий введение понятия и определения условий создания, функционирования и прекращения деятельности инвестиционных фондов, правовое положение, порядок государственного регулирования инвестиционных фондов, включая паевые инвестиционные фонды – новую структуру коллективного инвестирования на рынке финансовых услуг Казахстана. Именно этот закон и заложил основу создания новых финансовых институтов в Казахстане.

Паевой инвестиционный фонд не является юридическим лицом и создается на неограниченный срок, если иное не предусматривается правилами фонда.

ПИФ – это уникальная форма инвестирования, которая имеет множество преимуществ:

потенциально высокая доходность на вложенные деньги, определяемая выбором фонда,

инвестиционные стратегии как для консервативных, так и агрессивных инвесторов,

профессиональное управление активами,

минимизация рисков за счет инвестирования средств в разные отрасли,

льготное налогообложение доходов ПИФов и пайщиков,

многоуровневая система защиты инвесторов через государственное регулирование деятельности фондов,

абсолютно прозрачный инвестиционныйпроцесс.

Так, количество действующих на рынке ценных бумаг паевых инвестиционных фондов по состоянию 1 ноября 2007 года составило 169, увеличившись за период с начала года на 93. На рынке также функционирует 11 акционерных инвестиционных фондов, совокупные активы которых на 1 октября 2007 года составили 25 950 млн. тенге с увеличением на 48,47%.

Открытые ПИФы предоставляют держателю пая право требовать от управляющей компании выкупать паи не реже одного раза в две недели. Это обстоятельство требует от управляющей компании держать активы открытого фонда в ликвидных инструментах, что обеспечивает более низкий уровень доходности в отличие от других видов ПИФов.

Доминирование на рынке закрытых ПИФов является также результатом маркетинговой политики управляющих компаний – большинство фондов создается под определенные инвестиционные проекты. Привлекательность паевых инвестфондов для инвесторов обусловлено наличием для них ряда льгот, в частности налоговых. Соответственно привлекать инвестиционные средства через ПИФы намного выгоднее и эффективнее. Исходя из этого, можно предположить, что многие вновь созданные закрытые фонды уже имеют готовые проекты, под которые собирают активы.

Некоторые участники рынка начинают рассматривать закрытые ПИФы в качестве реального инвестора. Подавляющая часть закрытых ПИФов указывает на свое бессрочное функционирование. Только два из них официально заявили, что рассчитывают работать 7 и 5 лет. Это обстоятельство объясняется опять-таки направленностью закрытых фондов на проектное инвестирование. По словам представителей управляющих компаний, минимальный срок осуществления проекта составляет 5 лет. К примеру, за это время можно купить пока еще слабую, но достаточно перспективную компанию. Затем посредством эффективного менеджмента и правильной маркетинговой стратегии капитализировать ее и после получать прибыль.

Стоимость активов ПИФов на 1 января 2006 года составляла 96 млн. $, на 1 января 2007 года – 390 млн. $.

Рост активов паевых инвестиционных фондов в 2005–2006 годах

Как видим, рост активов ПИФов произошел более чем в 4 раза.

Результаты инвестиционной деятельности в существенной мере зависят от обоснованности инвестиционных решений, учета в процессе их принятия многообразных факторов, основными из которых являются:

* ограниченность инвестиционных ресурсов;
* многообразие видов инвестиций и вариантов инвестиционных решений;
* различия в стоимости инвестиционных объектов;
* различия инвестиционных качеств предполагаемых объектов инвестиций;
* риски, связанные с принятием инвестиционного решения;
* изменение внутренних и внешних условий деятельности.

Учет этих и других факторов и ходе обоснования и выбора возможных вариантов вложения средств предполагает осуществление инвестиционного анализа на основе специальных методов оценки инвестиций. Ряд аспектов инвестиционного анализа получил глубокую и всестороннюю разработку в исследованиях известных зарубежных экономистов, в частности лауреатов Нобелевской премии Г. Марковица, У. Шарпа и др. В начале 50-х годов Г. Марковицем были разработаны методологические принципы управления портфелем финансовых инструментов. Дальнейшее развитие научный инструментарий портфельной теории получил в работах У. Шарпа, предложившего технику эффективного управления крупными финансовыми портфелями. В 60-е годы У. Шарпом, Дж. Линтнером и Дж. Моссиным /20/ была предложена модель цены капитальных активов, отражающая связь систематического риска и доходности. Большое значение для развития современной теории финансов имели работы Ф. Модильяни и М. Миллера /21/ по анализу структуры капитала и стоимости источников финансирования инвестиций. Современные теории инвестиций рассмотрены в работах Д. Сорос, Е. Фама, А. Фельдмана, И. Меньшикова.

Принятие инвестиционных решений предполагает оценку приемлемости инвестиций, сопоставление предполагаемых результатов инвестирования и вложенных средств. Участники рынка прогнозируют цены активов, традиционно используя фундаментальный и технический анализ, а иногда – их комбинацию. Фундаментальный анализ основывается на всей доступной информации, технический – на графиках исторического поведения цен. Сторонники первого систематизируют информацию и создают на ее базе модели, позволяющие делать прогнозы. В отличие от них технические аналитики изучают конфигурации на графиках истории цен и создают сценарии поведения. При этом важную роль приобретает правильное определение действительной стоимости инвестируемого капитала. Решение данной проблемы означает, с одной стороны, необходимость использования такого способа мобилизации капитала, при котором стоимость капитала будет минимальной, а с другой стороны – выбора направлений использования мобилизованных средств, ориентированных на максимизацию доходности вложений.

Анализируя деятельность паевых инвестиционных фондов сделаем это на примере ПИФ «БТА Доходный». Денежные средства Фонда размещаются в широкий спектр ценных бумаг, что позволяет уменьшить риск, связанный с инвестированием в один инструмент.

Возможности формирования инвестиционного портфеля ПИФ «БТА Доходный» в 2006 году

|  |  |
| --- | --- |
| Тип инструмента | Лимит инвестирования |
| Государственные ценные бумаги РК | 20% |
| Муниципальные ценные бумаги РК | 10% |
| Корпоративные акции резидента РК, в т.ч. ADR, GDR, включенные в листинг «А» ЗАО «КФБ» | 80% |
| Корпоративные акции резидента РК, в т.ч. ADR, GDR, включенные в листинг «В» ЗАО «КФБ» | 30% |
| Продолжение таблицы 6 |
| Корпоративные облигации резидента РК, в т.ч. BV, включенные в листинг «А» ЗАО «КФБ» | 90% |
| Корпоративные облигации резидента РК, в т.ч. BV, включенные в листинг «В» ЗАО «КФБ» | 40% |
| Ценные бумаги, эмитированные следующими международными финансовыми организациями:Международным банком реконструкции и развития;Европейским банком реконструкции и развития;Межамериканским банком развития;Банком международных расчетов;Азиатским банком развития;Африканским банком развития;Международной финансовой корпорацией;Исламским банком развития;Европейским инвестиционным банком; | 60% |
| Ценные бумаги иностранных государств и агентские облигации финансовых агентств государств, имеющих долгосрочную рейтинговую оценку в иностранной валюте по международной шкале кредитного рейтинга не ниже «ВВ–» или «Ва3»; | 50% |
| Акции, обращающиеся в торговых системах организаторов торгов и эмитенты которых имеют долгосрочную рейтинговую оценку в иностранной валюте по международной шкале кредитного рейтинга не ниже «ВB–» или «В3»; | 80% |
| финансовые инструменты инвестиционных фондов, имеющих рейтинговую оценку по международной шкале не ниже «ВВ–» или «Ва3», выпущенные в соответствии с законодательством иных, помимо Республики Казахстан, государств; | 60% |
| Депозитарные расписки, базовым активом которых являются ценные бумаги эмитентов, имеющих рейтинговую оценку в иностранной валюте по международной шкале кредитного рейтинга не ниже «ВВ–» или «Ва3»; | 70% |
| Приобретаемые в целях хеджирования производные ценные бумаги нерезидентов, имеющих долгосрочную рейтинговую оценку в иностранной валюте по международной шкале кредитного рейтинга не ниже «ВВ+» или «Ва1». | 50% |
| Аффинированные драгоценные металлы, соответствующие международным стандартам качества, принятым Лондонской ассоциацией рынка драгоценных металлов и обозначенным в документах данной ассоциации как стандарт «Лондонская качественная поставка»; | 20% |
| Вклады в банках второго уровня | 20% |
| Иностранная валюта стран, присоединившихся к Статье 8 Устава Международного валютного фонда; | 10% |

Как видно из таблицы наибольший лимит инвестирования приходится на корпоративные облигации, акции и долговые ценные бумаги международных финансовых организаций. Данный лимит показывает, что инвестиции Паевого фонда в эти бумаги ограничены 70–90% от всех вложений денежных средств. Инвестиции же в другие финансовые инструменты могут быть осуществлены только в пределах 10–30% от общего портфеля. Иными словами размещение денежных средств должно нести одну цель – доход и отсутствие риска. Именно поэтому и оговаривается какого уровня ценные бумаги могут выступать в качестве объекта инвестирования.

Пай Фонда является именной эмиссионной ценной бумагой бездокументарной формы выпуска, удостоверяющей:

1. долю его держателя в праве собственности на активы Фонда;
2. право требовать от Управляющей компании выкупа пая и выплаты в связи с этим денежной компенсации в соответствии с законодательством Республики Казахстан и правилами Фонда.
3. право осуществлять контроль деятельности Управляющей компании путем получения информации в соответствии с настоящими правилами.

Каждый пай удостоверяет одинаковую долю в праве общей собственности на активы Фонда, и одинаковые права.

При выдаче одному владельцу инвестиционных паев, составляющих дробное число, количество инвестиционных паев определяется с точностью до третьего знака.

В период первоначального размещения паи Фонда размещаются по цене 1000000 тенге за 1 пай Фонда.

После завершения первоначального размещения паев минимальная сумма взноса для приобретения инвестиционных паев Фонда составляет 300 тысяч тенге. Максимальная сумма взноса не ограничивается;

При последующем размещении паи размещаются по цене, равной сумме расчетной цены пая на конец рабочего дня поступления денег. При поступлении заявки после поступления денег цена размещения пая определяется по цене, сложившейся на конец рабочего дня поступления заявки. К цене пая может быть прибавлена надбавка в размере, не превышающем 1 процент от расчетной стоимости пая. Действующий размер надбавки и условия ее применения могут периодически пересматриваться и определяются решением уполномоченного органа Управляющей компании Фонда.

Заявки на приобретение инвестиционных паев подаются:

1. управляющей компанией;
2. агенту.

Учет активов Фонда осуществляется раздельно от активов Управляющей компании, других фондов, находящихся в управлении данной Управляющей компании и активов кастодиана.

Учет и определение стоимости активов инвестиционного фонда, чистых активов инвестиционного фонда, расчетной стоимости пая паевого инвестиционного фонда осуществляются на условиях, по методике и в порядке, установленном стандартами бухгалтерского учета, нормативными правовыми актами уполномоченного органа, Правилами Фонда.

Стоимость чистых активов Фонда определяется как разница между стоимостью всех активов Фонда и его обязательствами либо начисленными расходами, подлежащими оплате за счет активов Фонда.

Расчетная стоимость одного пая определяется путем деления стоимости чистых активов Фонда, на количество паев, находящихся в обращении.

Стоимость объектов вложения имущества, входящего в Инвестиционный портфель и соответственно расчетная стоимость Инвестиций могут увеличиваться и уменьшаться, результаты инвестирования в прошлом не определяют доходы в будущем, государство не гарантирует доходность инвестиций. Заявления любых лиц об увеличении в будущем стоимости инвестированных активов могут расцениваться не иначе как предположения.

За счет активов Фонда выплачиваются вознаграждения кастодиану, регистратору, аудитору в размере и срок, предусмотренный в договорах между ними и Управляющей компанией, но не может превышать 1,5% от среднегодовой стоимости активов Фонда.

Кроме того, за счет активов Фонда, возмещаются расходы, связанные с доверительным управлением Фондом, в том числе:

1. с совершением сделок с активами Фонда;
2. расходы, связанные с содержанием активов Фонда;
3. расходы, связанные с публикацией документов и информации о Фонде, предусмотренной правилами Фонда, нормативными правовыми актами Уполномоченного органа или законодательством Республики Казахстан;
4. с оплатой юридических услуг, а также расходы, понесенные в связи с судебными разбирательствами от имени Фонда;
5. расходы, связанные с доставкой почтовой корреспонденции кастодиану, в отношении активов Фонда;
6. налоги, которыми могут облагаться активы Фонда или которые могут выплачиваться за счет активами Фонда, или любые другие налоги, которые могут возникнуть в будущем при изменении налогового законодательства Республики Казахстан;
7. расходы, связанные с оплатой комиссии банка по перечислению денежной компенсации в связи с выкупом паев;
8. расходы, связанные с раскрытием информации о Фонде в соответствии с требованиями нормативных правовых актов Уполномоченного органа и настоящими правилами Фонда;

11. расходы, связанные с возмещением стоимости печатных работ и рекламных услуг.

Максимальный размер расходов, возмещаемых за счет активов Фонда, составляет 1% среднегодовой стоимости чистых активов Фонда, определяемой в порядке, установленном нормативными правовыми актами Уполномоченного органа.

Ниже представлена таблица 10 средней доходности различных форм ПИФов в 2005 году без учета фондов зарегистрированных в прошлом году.

Средняя доходность инвестиций в паевые фонды, %

|  |  |
| --- | --- |
| Категория | Средний прирост стоимости пая |
| Открытые фонды облигаций | 23.56 |
| Открытые фонды смешанных инвестиций | 26.36 |
| Открытые фонды акций | 28.98 |
| Интервальные фонды облигаций | 21.88 |
| Интервальные фонды смешанных инвестиций | 29.57 |
| Интервальные фонды акций | 27.4 |

Таблица наглядно показывает примерную доходность различных фондов. Однако, различия несущественны, и размещение денежных средств в паевый инвестиционный фонд приносит прибыль, гораздо большую, чем размещение денежных средств в депозиты банков второго уровня.

Доходность ПИФов в 2006 году

Из диаграммы видно, что доходность ПИФов за 2006 год составила – от 15,96% – до 87,75%. Именно благодаря высокой доходности паевых инвестиций наблюдается положительная динамика вложений.

Динамика вложений в паевые инвестиционные фонды

Таким образом, вложения населения в паевые инвестиционные фонды растут и можно заявить, что именно эти институты способны стать участниками рынка ценных бумаг, которые смогут решить часть проблем портфельного инвестирования.

Первоочередное значение, при инвестициях в паевые фонды, имеет проблема изучения рисков, которым подвергаются ценные бумаги. Знание предстоящих рисков, сопутствующих вложениям в ценные бумаги, может значительно обогатить «кошелек» инвестора.

Практика показывает, что неразвитость рынка ценных бумаг зачастую связана с недостаточным знанием финансовых рисков. Особенно это остро ощущается в нашей республике, где из-за существующей нестабильности политической, экономической жизни финансовые риски особенно ощутимы и инвесторы боятся вкладывать свободные средства в ценные бумаги. Необходимо понимать, что риски на казахстанском фондовом рынке, выше, чем на развитых фондовых рынках. Освещение этих вопросов только послужило бы развитию фондового рынка. Поэтому необходимой задачей является изучение и предложение некоторых рекомендаций при планировании фондового портфеля.

При появлении временно свободных денежных средств инвестор первым делом должен решить для себя, будет ли он вкладывать средства в недвижимость или в валюту, или в тезаврацию, или в депозиты банка, или же предпочтет спекулятивные финансовые инструменты, так как ценные бумаги даже наиболее устойчивых компаний могут подвести инвестора и он не только не поучит ожидаемой прибыли, но и может вследствие многих причин ощутить достаточно большую брешь в своем кармане. Эксперты по оценке и управлению финансовым риском называются актуариями.

Стратегия рисков является в целом важнейшим компонентом стратегического управления рынком ценных бумаг, поскольку инвестиционные вложения практически всегда подвержены рисковым явлениям. В принципе ни один из видов риска не может быть полностью устранен.

Риски относятся к понятиям вероятностных наступлений того или иного события. Под финансовыми рисками понимают риски, связанные с финансовыми потерями, или снижение предполагаемой доходности, возникающее в связи с влиянием множества неопределенных негативных факторов.

Инвестор должен знать, что существует систематический риск, который связан с риском падения рынка ценных бумаг в целом. Систематический риск не связан с конкретной ценной бумагой, присущ всем ценным бумагам в целом. Он является недиверсифицируемым и непонижаемым. Пользователь рынка ценных бумаг должен представить себе, что если он подвергнется систематическому риску, он не сможет высвободить свои средства, не понеся больших потерь.

Как только инвестор, проанализировав ситуацию на финансовом рынке, решился приобрести ценные бумаги, встает вопрос: какие ценные бумаги покупать, на какую сумму и когда. Следовательно, вторым важным шагом является изучение несистематических рисков, связанных с уже определенной ценной бумагой. Несистематические риски диверсифицируемы, понижаемы и конкретны. Здесь можно говорить о переливе капитала в макроэкономическом понимании, на который могут повлиять, например, страновой риск, риск законодательных изменений, а также риски в более мелких масштабах, касающиеся риска мошенничества, риска ликвидности и так далее.

Страновой риск представляет собой вложения в государство, которое находится в неустойчивом политическом, экономическом и социальном положении. На страновой риск влияет как общая ситуация в стране, так и отношение к ней со стороны мирового сообщества. Со страновым риском тесно связан риск законодательных изменений. Иногда новые законодательные акты приводят к тому, что выпущенные ранее ценные бумаги могут быть признаны недействительными или необходима перерегистрация ценных бумаг, или появляются новые требования к выпуску ценных бумаг, или вводятся новые налоговые правила, влияющие на стоимость ценных бумаг. Все это требует дополнительных затрат, что соответственно приводит к определенным финансовым потерям.

Отраслевой риск подразделяется на риск, зависящий от циклических колебаний и менее подверженный циклическим колебаниям, а также на риск, связанный с отраслями возникающими, молодыми, старыми, умирающими, стабильно работающими. Важно определение риска компании в выбранной отрасли, которое предполагает тщательный анализ состояния компании, включающий в себя: а) анализ финансового состояния предприятия; б) стратегия управления компанией; в) наличие предстоящих нововведений.

Процентный риск характеризуется колебанием движения рыночной цены, связанной с влиянием кредитного и валютного секторов финансового рынка, которые определенным образом определяют общий процент по вложенным в финансовые активы средствам.

С риском предприятия связан риск мошенничества, то есть риск создания «дутых» компаний для мошеннического привлечения средств. Региональный риск сопутствует монопродуктовым районам, поэтому при вложении, предположим, в те же самые высокоактивные ценные бумаги нефтяных компаний необходимо иметь информацию о достаточности ресурсов нефтяных скважин. Также этот риск может быть связан с различным экономическим положением районов, уровнем развития биржевой торговли, а также с действиями местной администрации.

Наиболее часто встречающийся риск – это ценовой риск, когда стоимость финансовых активов падает именно в тот момент, когда инвестор продает их.

Наблюдаются также технические риски, которые связаны с риском поставки продавцом обязательств по поставке ценных бумаг – это касается продаж «без покрытия», когда продавец реализует ценные бумаги, которых у него нет в наличии и он собирается приобрести их лишь в момент поставки; операционными рисками, то есть рисками, связанными с техническими неполадками в компьютерной, депозитарной и клиринговой системах, низким качеством деятельности технического персонала; управленческими рисками, которые могут возникнуть из-за низкой квалификации менеджеров, осуществляющих управление предприятием.

С ценовым риском связано понятие временного риска, обусловленное несвоевременной куплей–продажей ценных бумаг, когда большинство продает, а инвестор покупает, и наоборот, когда все покупают, а инвестор продает. Бытует также негласное правило, когда «нельзя покупать ценные бумаги при самом высоком курсе, и продавать при самом низком курсе».

Существует также так называемый риск неплатежеспособности или иногда его называют риск невыполнения обязательств. Сущность данного риска выражается в том, что эмитент, выпустивший долговые обязательства, оказывается неплатежеспособным в момент выплаты основного долга или процентных ставок. Данный риск может быть обусловлен двумя моментами, которые порождены коммерческим риском, связанным со снижением доходов эмитента из-за ухудшения экономических условий и повышения издержек, а также финансовым риском, связанным с несоответствием во времени поступления потока платежей и финансовых обязательств перед инвесторами.

Достаточно часто встречается инфляционный риск, который выражается в том, что доходность инвестора, полученная им через какой-то определенный промежуток времени будет ниже темпа инфляции за этот же самый период.

Инфляционные риски могут сопровождать не только ценные бумаги, но и вклады в любой денежный инструмент. Однако, особенностью влияния этих рисков является то, что достаточно сложно мгновенно перевести ценные бумаги в другие финансовые инструменты или же продать их, не причиняя большого ущерба себе. К тому же, доходы, получаемые инвесторами от ценных бумаг, обесцениваются при инфляции быстрее, чем растут.

В случае приобретения и продажи ценных бумаг иностранных государств инвестор может столкнуться с валютным риском. То есть это риск, связанный с вложениями в валютные ценные бумаги, обусловленный изменениями курса иностранной валюты.

Риск ликвидности связан с возможностью потерь при реализации ценных бумаг из-за снижения оценки стоимости этих бумаг. Исходя из вышеперечисленных характеристик финансовых рисков инвестор должен хорошо представить себе степень риска, которой он подвергнется, то есть должна быть разработана стратегия поведения на рынке ценных бумаг. Существует несколько вариантов определения рисков. Это статистический, экспертный и комбинированный методы. Статистический метод заключается в изучении статистики прибыли и убытков при данном и однотипном инвестиционном решении. При этом устанавливается размер и частота экономической отдачи и на основе этого проводится вероятный анализ и составляется прогноз для предстоящего инвестиционного вложения. Суть экспертного метода заключается в прислушивании к мнению опытных экспертов рынка ценных бумаг. Комбинированный метод использует два вышеперечисленных метода – и статистический, и экспертный.

Проблеме рисков посвящен ряд работ казахстанских исследователей.

В портфельном инвестировании, по мнению М. Кенжегузина, можно выделить три четко различающихся типа риска:

* единичный риск, когда риск по ценной бумаге рассматривается изолированно, вне связи с другими ценными бумагами в портфеле;
* корпорационный риск, когда риск по ценной бумаге рассматривается в его связи с портфелем ценных бумаг;
* рыночный риск, когда риск рассматривается в контексте диверсификации.

По его мнению, международная диверсификация расширяет границы эффективности, т.е. совокупность портфелей, которые имеют наименьшее возможное стандартное отклонение при данном уровне доходности или максимальный уровень доходности при данном уровне риска. Это позволяет инвесторам одновременно снижать риск и увеличивать доходность.

В работе Н. Матакова подчеркивается, что с развитием национальных финансовых рынков и готовностью местных финансовых институтов проводить активные торговые операции с рыночными инструментами на внешних финансовых рынках становится актуальным вопрос измерения рыночного риска, связанного с позициями в различных рыночных инструментах. Автор рассматривает один из методов измерения уровня рыночного риска, разработанных Базельским комитетом по банковскому надзору.

Результаты исследований В. Додонова показывают, что предложенные параметры формируемого портфеля должны быть по возможности конкретизированы в виде системы ориентировочных показателей. Основными параметрами портфеля могут считаться уровни доходности и риска, взаимная сбалансированность которых является ключевой задачей рациональной инвестиционной политики. Показатели доходности, их оценка и прогнозирование могут быть определены более или менее достоверно на основе номинальной доходности инструментов, ретроспективного анализа динамики их котировок и пр. /30/.

Таким образом, тема управления финансовыми рисками весьма разнообразна и заслуживает самого пристального внимания. Сталкиваясь с риском, всегда следует помнить, что, как бы от него не спасались, какая–то его часть все равно останется.

**3. Направления развития рынка ценных бумаг на современном этапе**

**3.1 Основные проблемы инвестирования в ценные бумаги**

Мировой опыт свидетельствует: одной из фундаментальных основ уверенного и качественного экономического роста в современных условиях является наличие развитого финансового рынка, где особая роль принадлежит рынку ценных бумаг, или, как принято его называть, фондовому рынку. Наличие рынка ценных бумаг является необходимым условием функционирования экономики развитых стран. В нашей стране рынок ценных бумаг еще не получил должного развития, хотя, разумеется, и в этом секторе экономики налицо определенный прогресс.

История фондового рынка Казахстана началась в 1992 году. С тех пор отечественный рынок ценных бумаг прошел ряд этапов в своем развитии:

* создана необходимая, отвечающая современным требованиям законодательная база;
* рынок ценных бумаг РК обеспечен достаточно развитой технической инфраструктурой;
* укрепился рынок государственных ценных бумаг;
* начиная с 1999 года существенное развитие получил рынок негосударственных облигаций, где наблюдается значительный прогресс;
* в 2005 году началось бурное развитие паевых инвестиционных фондов и акционерных инвестиционных фондов. Они продемонстрировали сверхвысокие темпы роста: если активы ПИФов на первое января 2005 года составляли 389 млн. тенге, то к 1.01.2006 года этот показатель вырос до 12311 млн. тенге – более чем в 31 раз. Активы акционерных инвестиционных фондов выросли также более чем в 31 раз – с 555 млн. тенге на 1.04.2005 г. до 17478 млн. тенге на 1.01.2006 года.

Однако несмотря на позитивные тенденции, рынок ценных бумаг Казахстана остается пока слаборазвитым. Высокие темпы роста в значительной степени можно объяснить небольшими масштабами рынка ценных бумаг Казахстана. На Казахстанской фондовой бирже объемы сделок с негосударственными ценными бумагами за весь 2006 год составили 974, 2 млрд. тенге, объем сделок с государственными ценными бумагами – 8111, 9 млрд. тенге. А к примеру, дневной оборот одной Нью-Йоркской фондовой биржи часто превышает три миллиарда долларов.

Пять-шесть лет назад существовало распространенное мнение, что финансовая система представляет собой некое автономно-суверенное образование, благополучие которого никоим образом не зависит от состояния других сфер экономической жизни общества. Эту иллюзию разделяли многие специалисты, полагавшие, будто можно без ущерба для общего дела сначала заняться укреплением финансовой системы, а уж затем перейти к стабилизации и подъему промышленного и сельскохозяйственного производства.

На протяжении 1993–1995 годов неуклонно сокращалось производство на отечественных предприятиях. В результате непродуманной налоговой политики уже к 1994 году промышленные предприятия в массе своей не только «проели» оборотный капитал, но и в ряде случаев их задолженность превысила стоимость основных фондов. А сельскохозяйственные производители в силу длительности оборотного цикла выбыли из сферы рентабельного банковского кредитования еще раньше. Одновременно снижались рентабельность, скорость и объемы оборота импортных операций, последовательно падала рентабельность торговой деятельности как таковой из-за уменьшения емкости внутреннего рынка и платежеспособного спроса на нем. Однако процесс сокращения сферы рентабельности хозяйственной деятельности и вытеснения за ее рамки ценных категорий хозяйствующих субъектов имел существенно разные результаты для производственной сферы и для финансового капитала. Если в результате накопления кризисных факторов производственные предприятия просто останавливались или существенно сокращали производство, то для субъектов финансового рынка достаточно своевременно оказалась сформирована ниша, обеспечившая их псевдорентабельное функционирование. Начиная с весны 1994 года практически единственной сферой достаточно надежного массового применения финансового капитала, кроме рентабельных в целом спекулятивных операций с валютой, стал фондовый рынок.

Характерно, что сейчас практически все инструменты фондового и денежного рынков по большей части утратили функцию обеспечения инвестиционной деятельности и используются преимущественно для обеспечения спекулятивного оборота капитала. Так, корпоративные ценные бумаги при нынешней модели приватизации обеспечивают поступление денежных ресурсов предприятиям – эмитентам в минимально возможных объемах, оставляя основную долю привлекаемого капитала во вторичном, спекулятивном обороте на фондовом рынке. Субъекты фондового рынка в настоящее время полностью ориентированы в качестве источника доходов от ценных бумаг не на дивиденд от прибыли хозяйствующего субъекта, а на рост курсовой стоимости акций. Вексельное и иное привлечение банками средств вкладчиков имеет целью опять-таки преимущественно расширение игры на фондовом и денежном рынках. Даже государство в лице Министерства финансов, выступая на денежном рынке в качестве эмитента ценных бумаг, вынуждено было ориентироваться на построение тривиальной «финансовой пирамиды», чтобы минимизировать бюджетные расходы на погашение внутреннего долга.

Сворачивание инвестиций и одновременно расширение объемов операций на фондовом и денежном рынках означает формирование тенденции накопления денежных ресурсов в национальной валюте в колоссальном спекулятивном масштабе. Будучи никак не связан с реальным производством и не обеспечен материальными активами, финансовый капитал в этой ситуации превращается просто в «воздух».

Текущее состояние фондового рынка Казахстана характеризуется отсутствием ликвидности вторичного рынка. Контрольные пакеты акций находятся в руках стратегических инвесторов, которые в основном не заинтересованы в продаже акций миноритарным акционерам. В то же время права миноритарных акционеров не являются достаточно защищенными. Кроме того, более половины сделок с акциями, совершаемых на Казахстанской Фондовой Бирже проходят в режиме прямых договорных сделок. Это указывает на нерыночный характер подобных операций. Прямые сделки являются удобным инструментом налогового планирования, в связи с освобождением от налогообложения дохода от прироста стоимости акций, входящих в листинг «А» и «В» биржи. Агентство и KASE предпринимают меры по борьбе с прямыми сделками, но их доля в объемном и количественном выражении остается высокой. По оценкам экспертов, рынок акций KASE – это прежде всего «схемный» рынок, на котором трудно работать розничному инвестору.

Несмотря на значительный объем первичных размещений облигаций на внутреннем рынке Казахстана, вторичный рынок остается неликвидным. Одной из главных причин низкой ликвидности рынка является доминирование на рынке институциональных инвесторов, стратегия которых заключается в том, чтобы держать долговые инструменты до погашения, не производя значительного объема активных спекулятивных операций.

Существующий на KASE институт маркет-мейкеров не решает задачи поддержания ликвидности. Брокеры, обладающие статусом маркет-мейкеров, не обладают достаточной капитализацией, что не позволяет им выставлять заявки значительного размера.

Кроме того, отсутствует рынок производных финансовых инструментов. Многие казахстанские банки и компании, между тем, имеют доступ к недорогим источникам финансирования за рубежом. Пенсионные фонды, будучи крупнейшими институциональными инвесторами, не имеют таких долгосрочных прибыльных инструментов, привлекательных для инвестирования. Мелких инвесторов на рынке практически не наблюдается.

При этом малые и средние предприятия испытывают трудности в доступе на фондовый рынок. Низкая конкурентоспособность промышленного сектора казахстанской экономики препятствует привлечению финансовых ресурсов с использованием фондового рынка. Также среди причин отказа казахстанских эмитентов от выхода на фондовый рынок следует отметить нежелание компаний раскрывать финансовую информацию и допускать к управлению предприятием внешних акционеров.

Около трети наименований акций официального списка недоступны на рынке. Среди них – ценные бумаги крупнейших компаний, которые являются флагманами казахстанской экономики.

Отраслевая структура оборота ценных бумаг не отвечает структуре официального списка KASE. Доля вторичного рынка акций в общем обороте фондовой биржи ничтожна мала. Несмотря на то, что казахстанский организованный рынок акций значительно вырос за последние годы в количественном выражении, но качественно он изменился мало. Котировки акций не адекватно реагируют на результаты деятельности эмитентов.

Из вышесказанного следует, что стоимость акций меняется в основном под влиянием факторов, непонятных розничному инвестору. Действие этих факторов часто невозможно прогнозировать. Поэтому участие в рынке розничного инвестора сопряжено с очень высоким риском. На данном этапе развития рынка необходимо использовать коллективные формы инвестирования и профессиональное управление активами.

Рынок ценных бумаг в развитых странах является одним из основных источников финансирования инвестиций в реальном секторе экономики. В последние годы эта роль рынка ценных бумаг возрастает ускоренными темпами, что выражается в значительном уменьшении доли банковского кредита в финансировании экономики и возрастании удельного веса инвестиций через приобретение инвесторами ценных бумаг корпораций. Причем главной фигурой в инвестиционном процессе в развитых странах выступают индивидуальные инвесторы.

Из всех вышеприведенных проблем необходимо выделить по своей серьезности проблему неразвитости рынка негосударственных акций. Это проблема не только самого рынка ценных бумаг, но и реального сектора экономики и, прежде всего, перерабатывающих отраслей. В настоящий момент в добывающий сектор экономики вливаются серьезные иностранные инвестиции в форме прямых инвестиций, в то время как в остальные отрасли народного хозяйства нашей страны иностранный капитал особо не торопится. И в этой ситуации привлечение инвестиций, как отечественных, так и иностранных, через размещение акций предприятий на рынке ценных бумаг стало бы альтернативным способом стимулирования развития отраслей недобывающего сектора экономики.

В результате развития рынка ценных бумаг создается все больше условий для деловой активности не только предпринимателей, но и других членов общества, которые могут выступать в роли частных инвесторов. Таким образом, будет ускоряться формирование среднего класса, который во всех развитых странах является устойчивой опорой общества. Человек, владеющий акциями предприятий, является не только получателем дохода в форме дивидендов, он практически совладелец предприятия. В этом случае граждане, во-первых, кровно заинтересованы в результатах деятельности предприятия, акциями которых они владеют; во-вторых, объективно вынуждены на постоянной основе повышать уровень своей экономической грамотности, что приводит к повышению развитости в целом населения страны. Вложения своего капитала в ценные бумаги заставляют человека быть более активным и неравнодушным к проблемам экономического развития своей страны.

**3.2 Пути совершенствования управления инвестиционным процессом в РК**

Государство продолжает принимать меры по ускорению развития рынка ценных бумаг. В декабре 2004 года Правительством утверждена Программа развития рынка ценных бумаг Республики Казахстан на 2005–2007 годы. В ней определены основные стратегические направления развития рынка ценных бумаг в стране, намечен комплекс мероприятий, реализация которых уже начала давать позитивные результаты. По данным Агентства РК по регулированию и надзору финансового рынка и финансовых организаций, общая капитализация рынка по негосударственным ценным бумагам выросла более чем в два раза. Наблюдается постоянное увеличение доли акций в общем объеме негосударственных ценных бумаг: если на первое января 2005 года доля акций составляла 42,7 процента, а доля облигаций – 57,3 процента, то на первое января 2006 года удельный вес акций и облигаций составлял соответственно 53,9 и 46,1 процента. Предстоит решить еще много задач, прежде чем отечественный рынок ценных бумаг сможет приблизиться по своему уровню к рынкам передовых стран.

В целях снижения злоупотреблений налоговыми схемами путем проведения «прямых» сделок на Казахстанской фондовой бирже и спекулятивного влияния из-за таких операций на рыночные цены ценных бумаг в Кодекс Республики Казахстан «О налогах и других обязательных платежах в бюджет» внесены изменения и дополнения, предусматривающие освобождение от налогообложения дохода от прироста стоимости при реализации методом открытых торгов на фондовой бирже акций и облигаций, находящихся на день реализации в официальных списках фондовой биржи по наивысшей и следующей за наивысшей категории листинга. Данное изменение будет введено в действие с 1 января 2007 года.

Как известно, интерес у серьезных инвесторов вызывают только акционерные общества, деятельность которых более прозрачна и механизм их деятельности значительно прост. Поэтому в целях установления обязательного требования по раскрытию эмитентами, ценные бумаги которых включены в официальный список организатора торгов, информации о применении ими норм корпоративного управления, разработан Кодекс корпоративного управления, который был одобрен на первом заседании Совета эмитентов 21 февраля 2005 года.

Совершенствование корпоративного управления способствует также повышению рыночной стоимости казахстанских корпораций, что ведет к увеличению емкости казахстанского рынка.

Внедрение корпоративного управления – долговременный процесс. В общественном сознании еще не сформировалось четкое представление о корпоративном управлении. Компании зачастую не до конца понимают необходимость внедрения системы корпоративного управления, не осознают тех преимуществ, которые предоставляет следование принципам корпоративного управления.

Многое предстоит сделать в целях эффективного корпоративного управления в области осведомленности акционеров о своих правах, обязанностях, а также для обучения директоров компаний с тем, чтобы управление компаниями осуществлялось на более прозрачной и эффективной основе.

Весной текущего года совместной рабочей группой Агентства и Национального Банка Республики Казахстан был разработан и внесен в Мажилис законопроект по защите прав миноритарных акционеров, который сейчас находится на рассмотрении. Принятие данного документа должно стать еще одним значимым шагом вперед на пути становления и развития системы корпоративного управления в Казахстане.

На сегодняшний день более 70 казахстанских компаний внедрили в свою деятельность кодекс корпоративного управления и их количество постепенно увеличивается.

Работа в этом направлении будет продолжаться и в этой связи, на предстоящий среднесрочный период основными направлениями развития корпоративного управления станут:

совершенствование законодательства в части урегулирования внутри корпоративных конфликтов и споров, предотвращения противоправных захватов корпоративной собственности и активов;

совершенствование корпоративного управления в сфере структуры органов управления компании, распределение компетенции и ответственность членов органов управления;

создание правовых норм, регулирующих порядок рассмотрения оспариваемых корпоративных решений и сделок, компенсации ущерба акционерам и другим лицам, причиненного неправомочными действиями органов управления;

установление критериев публичных компаний и формирование соответствующей системы регулирования.

Ситуация, когда казахстанские компании упорно не хотели выходить на фондовый рынок постепенно меняется. Подтверждением тому является недавние IPO казахстанских компаний прошедшие как на внешнем, так и на внутреннем рынке, что свидетельствует о большом рывке страны вперед в деле развития рыночных отношений.

В настоящее время государственные ценные бумаги выпускаются в недостаточном объеме и с очень скромной доходностью, что приводит к проблеме отсутствия бэнчмарков и соответствующих механизмов ценообразования, что в свою очередь делает проблематичным получение доходов от ценных бумаг, размещенных в проекты развития инфраструктуры. Дело в том, что в настоящее время правительственное заимствование осуществляется с учетом фактически сложившегося дефицита республиканского бюджета. При этом фактический объем правительственного заимствования на внутреннем рынке может снизиться по сравнению с запланированным в случае сокращения фактического уровня дефицита республиканского бюджета. В этой связи необходимо принятие мер по выпуску государственных ценных бумаг по заранее запланированным графику и объему, для установления ориентира на внутреннем фондовом рынке.

Положительным моментом в развитии рынка ценных бумаг является решение Правительства Республики Казахстан о выводе ценных бумаг национальных компаний на фондовый рынок. В настоящее время разработан план мероприятий по выводу ценных бумаг национальных компаний, входящих в состав акционерного общества «Казахстанский холдинг по управлению государственными активами «Самрук» на фондовый рынок, предусматривающий реализацию на фондовом рынке в декабре 2006 года и в январе 2007 года 4,6% пакета акций АО «Казахтелеком» и 49% голосующих акций АО «Транстелеком». Данные мероприятия должны способствовать оживлению фондового рынка.

Внесены необходимые поправки в нормативные правовые акты для развития в Казахстане института инвестиционного банкинга. В соответствии с поручениями Президента Республики Казахстан, данными на IV Конгрессе финансистов Казахстана, было предусмотрено, что брокер и дилер может осуществлять отдельные виды банковских операций, при условии их осуществления в рамках деятельности на рынке ценных бумаг.

Приняты меры по внедрению в Казахстане механизмов секьюритизации активов, внедрены принципы государственно-частного партнерства, что в свою очередь должно способствовать увеличению числа эмитентов и обеспечению притока необходимого капитала в реальный сектор экономики.

Новым инвесторами на рынке ценных бумаг являются фонды недвижимости, появление которых связано с принятием Закона Республики Казахстан «О внесении изменений и дополнений в некоторые законодательные акты по вопросам арендного жилья» от 7 июля 2006 года.

Накопительные пенсионные фонды являются стратегическими инвесторами на рынке ценных бумаг и успешность их деятельности напрямую связана с развитием фондового рынка. В октябре 2007 года Агентством были приняты меры по совершенствованию порядка осуществления деятельности по инвестиционному управлению пенсионными активами, в том числе, путем расширения перечня разрешенных финансовых инструментов, включая инструменты хеджирования, базовым активом которых является иностранная валюта и расчетные показатели, а также возможность заключения сделок своп, опцион и форвард на неорганизованном рынке при наличии у контрагента соответствующего рейтинга. В процессе инвестирования пенсионных активов наличие минимального уровня рейтинговой оценки установлено в качестве основного критерия выбора объекта инвестиций за счет пенсионных активов, как в отношении казахстанских финансовых инструментов, так и внешних.

Установлен порядок оценки акций организаций Республики Казахстан в целях исключения отражения на доходности пенсионных активов «нерыночных» колебаний котировок на акции.

В перспективе планируется вести работу по внедрению в рамках одного накопительного пенсионного фонда нескольких инвестиционных портфелей, отличающихся стратегиями инвестирования, с установлением в отношении каждого типа портфеля перечня разрешенных финансовых инструментов, что потребует существование широкого круга финансовых инструментов с целью удовлетворения инвестиционных потребностей каждого из типов инвестиционных портфелей.

Реализация указанных мер требует решения следующих задач:

наличие рейтинговой оценки у эмитента либо долговой ценной бумаги не ниже минимального уровня;

дальнейшее расширение перечня разрешенных финансовых инструментов, включая использование производных инструментов и структурных ценных бумаг;

создание благоприятных условий для потенциальных эмитентов с целью их активного привлечения на рынок ценных бумаг;

обеспечение наличия в постоянном обращении определенного количества ценных бумаг для консервативного инвестиционного портфеля;

стимулирование выпуска ценных бумаг со сроком обращения не менее 30 лет, в том числе в рамках ГЧП.

Важным шагом для развития фондового рынка является создание Регионального финансового центра в г. Алма-Аты как стратегического государственного проекта по активному привлечению большого числа инвесторов и эмитентов, включая нерезидентов, путем создания экономических стимулов в виде предоставления налоговых преференций, упрощенной процедуры лицензирования и допуска финансовых инструментов к обращению специальной торговой площадке.

Вопрос развития фондового рынка тесно связан с необходимостью привлечения средств мелких частных инвесторов на рынок ценных бумаг и повышение уровня финансовой культуры населения.

В этих целях необходимо разработать и дополнить отраслевые программы информированием и обучением населения Республики Казахстан в сфере образования о рынке ценных бумаг, в том числе путем внедрения в образовательные курсы предметов по рынку ценных бумаг.

Мобилизация индивидуальных накоплений населения, путем обучения инвесторов – физических лиц на казахстанском рынке ценных бумаг, в т.ч. через систему коллективных инвестиций – стимулирование использования населением институтов коллективного инвестирования невозможно без изменения психологии инвесторов, отдающих предпочтение не долгосрочным инвестициям, а краткосрочным вложениям в депозитные инструменты.

Известно, что высокий уровень доверия инвесторов к инструментам фондового рынка является одной из важнейших характеристик развитых финансовых рисков. Соответственно пропаганда коллективных инвестиций и информирование инвесторов является важными направлениями деятельности не только регулятора рынка ценных бумаг, но остальных министерств и ведомств Казахстана.

Широкое информирование инвесторов играет важную роль в эффективном регулировании отрасли коллективных инвестиций, поскольку большинство участников схем коллективного инвестирования являются частными инвесторами с низким уровнем финансовой грамотности.

Таким образом, несмотря на то, что проделана значительная работа в развитии фондового рынка, принятие мер по дальнейшему его совершенствованию с учетом современных задач экономики, международной практики, и собственного приобретенного опыта еще предстоит. В целях определения основных приоритетов развития финансового сектора, а также направлений и подходов к государственному регулированию отдельных его сегментов разработан проект Концепции развития финансового сектора Республики Казахстан на 2007–2009 годы.

В рамках проекта Концепции предусмотрены меры по развитию фондового рынка на среднесрочный период.

В частности основными дальнейшими мерами по развитию рынка ценных бумаг являются:

1. Развитие рынка акций

В целях развития рынка акций предполагается проведение комплекса мероприятий, направленных на оптимизацию режима раскрытия информации, в полной мере соответствующей интересам и потребностям инвесторов, путем совершенствования корпоративного законодательства Республики Казахстан, внедрения Международных стандартов финансовой отчетности; создание действенного корпоративного законодательства, создание системы контроля за соблюдением законодательства в области корпоративного управления.

2. Расширение спектра предлагаемых финансовых инструментов.

Приоритетными направлениями для решения данного вопроса будут:

– дальнейшее развитие рынка государственных ценных бумаг, в том числе рассмотрение возможности осуществления правительственного заимствования на стабильном уровне для установления соответствующего ориентира на фондовом рынке, также построение реалистичной кривой доходности по всему спектру финансовых инструментов на внутреннем финансовом рынке республики;

– совершенствование законодательства о выпуске и обращении ценных бумаг под государственные гарантии и поручительства государства в части реализации механизмов использования указанных поручительств и гарантий;

– запуск механизмов секьюритизации;

– развитие механизмов государственно-частного партнерства путем выпуска облигаций с гарантией государства;

– принятие эффективных мер по развитию рынка производных финансовых инструментов, планируется дальнейшее совершенствование законодательства и устранение законодательных норм, препятствующих развитию рынка деривативов.

Важным звеном создания активного рынка деривативов является формирование в Казахстане ликвидного рынка долгосрочных и краткосрочных государственных ценных бумаг.

В этой связи, Правительством, Национальным Банком и Агентством будут проработаны подходы к эмиссии государственных ценных бумаг и созданию ликвидного рынка, что позволит формировать индикаторы кривой доходности для субъектов рынка.

3. Совершенствование инфраструктуры рынка ценных бумаг

Будет осуществлена работа по дальнейшему совершенствованию инфраструктуры рынка ценных бумаг. Особое внимание будет уделено совершенствованию технической инфраструктуры, в частности в связи с функционированием Регионального финансового центра города Алматы необходима организация специальной торговой площадкой финансового центра на торговой площадке фондовой биржи, функционирующей на территории города Алма-Аты. В связи с чем, необходимо проводить работу по адаптации торговой системы КФБ в соответствии со спецификой деятельности регионального финансового центра, а именно, обращение ценных бумаг иностранных эмитентов, а также допуск к торгам иностранных брокеров дилеров потребует рассмотреть возможность заключения сделок в торговой системе со сроком исполнения «Т+3», а также использования клиринговых систем. В деятельности центрального депозитария также необходимо проводить работу по приведению его программного обеспечения в соответствии с возможностями торговой системы КФБ.

Важным вопросом в развитии инфраструктуры рынка ценных бумаг также будет являться создание единой базы учета прав на ценные бумаги, а также учета перехода прав собственности по ним, реализация которой благоприятно отразиться на снижении рисков, возникающих в процессе регистрации прав на ценные бумаги, и способствовать повышению уровня прозрачности структуры собственников ценных бумаг, защиты прав инвесторов.

Будет совершенствоваться практическое использование и применение методики определения справедливой стоимости финансовых инструментов по различным видам ценных бумаг.

4. Совершенствование пруденциального регулирования деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг, а также внедрение системы управления рисками

В целях совершенствования вопросов управления рисками на рынке ценных бумаг будет совершенствоваться пруденциальное регулирование деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг в соответствии с международными стандартами пруденциального регулирования, ориентированными на надзор за риском и внедрение у них системы управления рисками.

5. Развитие рынка производных ценных бумаг

Необходимыми мерами для развития рынка производных финансовых инструментов станут:

* определение понятия производных финансовых инструментов, порядка их обращения и налогообложения путем внесения изменений и дополнений в законодательство Республики Казахстан;
* построение кривой доходности по государственным ценным бумагам до 1 года;
* осуществление на межбанковском валютном рынке котирования срочных контрактов сроком на 1 месяц с перспективой их котирования в дальнейшем по всей кривой доходности сроком до одного года.

Кроме того, дальнейшие меры по развитию фондового рынка будут направлены также на:

* дальнейшую популяризацию интернет-трейдинга среди населения;
* содействие внедрению новых финансовых инструментов, в том числе, на базе АО «Самрук» и АО «ФУР Казына»;
* внедрение принципов исламских финансов;
* создание условий для расширения числа эмитентов и инвесторов, включая физических лиц и нерезидентов;
* дальнейшую интеграцию отечественного рынка ценных бумаг с рынками ценных бумаг стран СНГ и мирового финансового рынка.

**Заключение**

В работе были освещены основные моменты развития и становления рынка ценных бумаг в Республике Казахстан. Хозяйственная жизнь требует весьма значительной мобилизации обязательственных отношений, которые являются необходимым условием современного развития торгового оборота и кредита. Кроме того, характерное для настоящего времени массовое совершение однородных типовых сделок требует упрощенных способов удостоверения принадлежности права определенному субъекту.

Институт ценных бумаг служит для достижения этих целей. Он превращает юридический документ в средство легитимации субъекта соответствующего права. Благодаря тому, что предъявление документа является необходимым условием осуществления выраженного в нем права, должнику облегчается процесс определения того, кому он может осуществлять исполнение и, с другой стороны, кредитору облегчается обоснование его притязаний. Кроме того, нахождение документа у кредитора является для него гарантией того, что должник не исполнит обязательства другому лицу, а если и исполнит, то это исполнение не прекратит обязательства.

Хотелось бы подчеркнуть, что долговые ценные бумаги являются наиболее устойчивыми по сравнению с остальными видами ценных бумаг обращающихся на фондовом рынке Казахстана. В частности классификация долговых ценных бумаг открывает для кредитора широкие возможности выбора для вложения средств в ту или иную ценную бумагу. Так, облигации как долговые ценные бумаги имеют несколько видов выплаты долга кредитору, поэтому являются в данное время наиболее распространенной формой заключения сделок между должником и кредитором.

В работе были раскрыты основные цели и задачи, которые ставятся перед рынком ценных бумаг как эффективным регулятором рыночных, а также правовых отношений в Республике Казахстан.

Мировой финансовый рынок стал развитым и широкомасштабным в результате многолетней эволюции. Казахстан вынужден стремительно осваивать его законы. Рынок государственных облигаций, а также государственных казначейских векселей – пока единственный развитый сегмент финансового рынка. Такая ситуация вызвана тем, что в момент перехода экономики к рыночной форме хозяйствования, этот сегмент финансового рынка был уже относительно развит – многолетний опыт еще советских финансовых структур привел к наличию не только наработанной законодательной базы, но и хороших специалистов в этой отрасли знаний. Это нормальный экономический этап. Появление следующих зависит от нашей готовности к ним.

Процесс приватизации казахстанских предприятий повлек за собой не только выпуск, но и реализацию корпоративных ценных бумаг, однако дальше первичного их размещения дело пока что не пошло. И дело не в отсутствии необходимой для него инфраструктуры: и фондовые биржи, и депозитарии и даже потенциальные инвесторы в нашем государстве есть. Отсутствует пока самое первое звено – эмитент в виде развитых, привлекательных для инвестиций предприятий. Хотя это «медаль о двух сторонах» – для обеспечения промышленного подъема необходимо предпринять все возможные меры в целях эффективного использования внутренних накоплений страны и вытеснения капитала с рынка финансовых спекуляций в промышленное производство. Национальное хозяйство нуждается в «мостах», связывающих финансовый и производственный сектора экономики. Такой мост может быть построен путем формирования и функционирования рынка ценных бумаг. Важнейшей функцией рынка ценных бумаг является обеспечение доступа предприятий к новому капиталу. Наиболее перспективным и массовым источником инвестиций, но наименее используемым в сложившейся ситуации, является национальный частный капитал и сбережения населения. Оценка использования этих источников показала, что норма сбережений в республике резко упала в первые годы реформирования экономики вследствие инфляции и снижения реальных доходов. Начиная с 1995 г. накопление свободных денежных средств у населения стало возрастать, причем их реальная величина многократно превышает официальные банковские вклады. В Казахстане слабо прослеживается классическая связь между уровнем инвестиций и сбережениями, так как последние недостаточно активно аккумулируются, а механизм их трансформации в инвестиции в условиях перехода к рынку не отработан.

Для того, чтобы обеспечить массовые инвестиции в экономику, необходимо:

* повысить надежность вкладов, обеспечив их гарантиями государства;
* придать денежным средствам населения инвестиционную направленность, использовав возможности фондового рынка;
* обеспечить повышение доходности вкладов по сравнению с темпами инфляции.

Для современного Казахстана характерно быстрое развитие финансовых рынков, особенно рынков ценных бумаг, и поддержка государства будет как нельзя кстати. Печальная практика показала, все страны, которые идут по пути прямых заимствований иностранной валюты, теряют внутренний финансовый рынок. Если страна хочет сохранить финансовую независимость, она должна балансировать между внутренними и внешними заимствованиями. Законодательство Казахстана в сфере ценных бумаг очень сходно с законодательствами стран с развитой рыночной экономикой. Что позволяет опираться на мировой опыт в сфере регулирования рынка ценных бумаг.

В Казахстане наиболее успешно развивающимся сегментом рынка ценных бумаг является рынок государственных ценных бумаг. Изучение всех возможных проблем, для решения которых используется выпуск государственных ценных бумаг, позволяет прийти к выводу о связи рынка государственных ценных бумаг с целями долгового финансирования. Теоретически можно выделить шесть основных целей подобного рода:

* первая и основная – финансирование текущего дефицита бюджета;
* вторая – погашение ранее размещенных займов;
* третья – сглаживание колебаний при поступлении налоговых платежей в бюджет;
* четвертая – обеспечение финансовых структур ликвидными и высоконадежными вторичными резервными активами, не омертвляющими их капитал;
* пятая, которая должна быть главной для стимулирования развития производства – финансирование капитальных вложений на реализацию инвестиционных проектов и государственных программ. Эта цель в настоящее время достигается лишь в некоторых случаях при реализации программ жилищного строительства;
* шестая при соответствующих государственных гарантиях заключается в поддержке государственных учреждений и организаций, решающих общенациональные задачи.

Из приведенной классификации целей выпуска государственных ценных бумаг видно, что только последние две ориентированы на инвестирование экономики, остальные призваны оказать воздействие на денежную массу, а через нее на инфляцию. Таким образом рынок государственных ценных бумаг ориентирован преимущественно не на инвестирование экономики, а на покрытие дефицита бюджета и может привести к необоснованному росту внутреннего долга. Для того, чтобы увеличить инвестиционную направленность всех предпринимаемых в Казахстане займов, необходимо:

* обеспечить реструктуризацию внутреннего государственного долга, увеличив долю долговременных долговых обязательств;
* осуществить четкое разграничение займов по категориям в соответствии с единым установленным критерием;
* обеспечить существенное развитие целевых инвестиционных займов, повысив требования к выпуску коммерческих займов;
* установить жесткий контроль над использованием привлеченных средств в соответствии с продекларированными целями.

Путем размещения внутреннего государственного долга осуществляется покрытие бюджетного дефицита. По существу все государственные ценные бумаги, кроме ГКО, были выпущены в Казахстане не для целей инвестирования экономки, а для разрешения специфических финансовых проблем, и, большей частью, предназначались для отсрочки платежей со стороны государства, или являлись попыткой разрешения кризисных ситуаций без дополнительной эмиссии денежной массы.

Необходимость развития национального фондового рынка повышает для Казахстана актуальность мер, направленных на развитие внутренних источников финансирования, совершенствование правовой и институциональной инфраструктуры отечественного рынка ценных бумаг, что также является немаловажным аспектом в таких стратегических вопросах, как регулирование валового внешнего долга страны, предстоящее вступление Казахстана во Всемирную Торговую Организацию, создание необходимых предпосылок для обеспечения экономической и социальной безопасности государства, и, в целом, направлено на достижение поставленной Главой государства цели по выведению Казахстана в число 50 наиболее конкурентоспособных стран мира.

**Список использованной литературы**

1. Введение в рыночную экономику. – М.: Высшая школа, 1994.
2. Материалы Национального Банка Республики Казахстан, 2006.
3. Миловидов В.Д. Инвестиционные фонды и трасты: как управлять капиталом? – Москва: СО АНКИЛ, 1992.
4. Общая теория денег и кредита. – М.: ЮНИТИ. – 1995.
5. Закон РК «О рынке ценных бумаг» от 2 июля 2003 года №461 – II.
6. Закон РК «О лицензировании» от 17 апреля 1995 года №2200.
7. Закон РК «Об инвестиционных фондах в Республике Казахстан» от 6 марта 1997 г.
8. Указ РК «О ценных бумагах и фондовой бирже» от 5 апреля 1995 года.
9. Материалы Агентства РК по регулированию и надзору финансового рынка, 2006.
10. Алексеев М. Рынок ценных бумаг. М.: Финансы и статистика, 1992.
11. Гражданский кодекс Республики Казахстан: общая часть. – Алматы: Жетi Жаргы, 1995. – 427 с.
12. Закон РК Об акционерных обществах. Ст. 36 // Казахстанская правда. 1998 г. 21–25 июля.
13. Мурзин Д.В. Ценные бумаги – бестелесные вещи. М.: Изд-во «Статус», 1998. С. 103.
14. Ческидов Б.М. Модели рынков ценных бумаг. – СПб.: Питер, 2006
15. А. Нургазина. Модели рынков ценных бумаг // РЦБК. – 2006 – №15. – с. 36–41.
16. Миркин Я.М. // Рынок ценных бумаг. – 2000. – №2. – с. 9–11.
17. Данилов А. «Оздоровление государственных финансов: Поучительный опыт Японии 80‑х-нач. 90‑х гг.». // «Экономические науки». 1991. №10.
18. Markowitz H. Porfolio Selection: Efficient Diversification of Investments. 1959.
19. Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж. Инвестиции: Пер. с англ. – М.: ИНФРА‑М, 1999 – XII.
20. Сорос Д. Кризис мирового капитализма. – М.: Инфра. – 1999.
21. Fama E.F. Market efficiency, Long-Term Returns and Behavioral Finance. – University of Ghicago Graduate School of Bisiness, Social Science Research Network Electronic Library, June 1997.
22. Фельдман А.Б. Управление корпоративным капиталом. – М.: Финансовая Академия при правительстве РФ, 1999.
23. Меньшиков И.С. Финансовый анализ ценных бумаг. Курс лекций. М.: Финансы и статистика, 1998.
24. А. Нургазина. Деятельность инвестиционных фондов // РЦБК. – 2006. – №19–20. – с. 46–50.
25. Кенжегузин М., Атаниязов Ч. Международные портфельные инвестиции // Рынок ценных бумаг. – 1999 г. №11. – с. 13–15.
26. Матаков Н. Измерение рыночного риска портфеля финансовых инструментов // Рынок ценных бумаг Казахстана. – 2001. – №4. – с. 23–26.