

БАНКОВСКО-ФИНАНСОВАЯ АКАДЕМИЯ
РЕСПУБЛИКИ УЗБЕКИСТАН

Кафедра «Рынок ценных бумаг и биржевое дело»

На правах рукописи

УДК 336.763 (575.1)

Арифджанова Сайёра Аскаровна

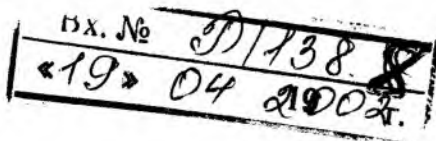
**ПРОБЛЕМЫ РАЗВИТИЯ ВНЕБИРЖЕВОГО РЫНКА
КОРПОРАТИВНЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ В УСЛОВИЯХ
ЛИБЕРАЛИЗАЦИИ ЭКОНОМИКИ**

Специальность: 08.00.07. – Финансы, денежное обращение и кредит

АВТОРЕФЕРАТ

диссертации на соискание ученой степени

кандидата экономических наук



Ташкент – 2002

339.13 : 336.7(043.31) 2

A-817

Работа выполнена на кафедре «Рынок ценных бумаг и биржевое дело» Банковско-финансовой академии Республики Узбекистан

Научный руководитель: кандидат экономических наук,
Абдукадиров А.М.


Официальные оппоненты: доктор экономических наук,
академик **Шарифходжаев М.Ш.**
кандидат экономических наук,
Алиев М.Г.

Ведущая организация: Центр налогово-бюджетной
политики при Министерстве
финансов Республики Узбекистан

Защита состоится « 17 » мая 2002 года в
15⁰⁰ часов на заседании Объединенного Специализированного
Совета К. 005.25.01 по защите диссертаций на соискание ученой
степени кандидата экономических наук при Банковско-финансовой
академии Республики Узбекистан по адресу: 700000, г.Ташкент, ул.
Якуба Коласа, 16.

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке Банковско-
финансовой академии Республики Узбекистан.

Автореферат разослан « 16 » апреля 2002 года.

Ученый секретарь
Объединенного Специализированного
Совета, кандидат экономических наук, доцент  **Усанов А.**

Общая характеристика работы

Актуальность темы исследования. Рынок ценных бумаг, являясь трансформированной и развитой формой изменения отношений собственности, выступает одним из важнейших элементов рыночной экономики, обеспечивающим перераспределение капитала из тех отраслей экономики, где имеет место его излишек, в те отрасли, где есть нужда в инвестициях. В Узбекистане фондовый рынок стал динамично формироваться в 1993-1994 гг. с началом массовой приватизации и акционирования государственных предприятий. Корпоративные ценные бумаги стали средством, призванным обеспечить переход средних и крупных предприятий из государственной собственности в частную.

Развитие мирового фондового рынка обусловило разделение его на биржевой и внебиржевой. В Узбекистане сегментация рынка корпоративных акций имеет свои отличительные особенности, напрямую связанные с происходящими экономическими реформами. Тенденция преобладания объемов внебиржевого рынка над биржевым, наблюдающаяся в Узбекистане уже несколько лет и быстрый рост его оборотов свидетельствуют, что на сегодняшний день внебиржевой рынок в большей степени отвечает потребностям участников фондового рынка, и представляет собой важную часть рынка ценных бумаг, как перераспределительного механизма.

В то же время, трудности в поиске сторон сделки, отсутствие возможности эффективного регулирования и низкая информационная прозрачность, присущие внебиржевому рынку, приводят к нарушениям законодательства, препятствуют установлению конкурентной среды, и, следовательно, определению справедливых цен на акции. Недооценка значения этих последствий может привести к существенным потрясениям на фондовом и других, связанных с ним сегментах финансового рынка, потере доверия к национальному фондовому рынку со стороны инвесторов.

В первую очередь, эти негативные последствия отражаются на мелких инвесторах, что поддерживает низкий уровень их активности в процессах инвестирования на фондовом рынке. Учитывая то, что основная масса средств, которые могут быть вложены в финансирование предприятий находится у населения, то есть, у мелких потенциальных инвесторов, эта проблема приобретает острый характер и отрицательно сказывается на общем ходе реформ.

Надежность рынка ценных бумаг и степень доверия к нему со стороны инвесторов напрямую связана с уровнем организованности рынка. Однако низкая доля организованного рынка в общем объеме внебиржевого (2%)

возрастающий удельный вес ценных бумаг с низкой ликвидностью, свидетельствуют о том, что задачи привлечения средств населения на развитие производительных сил путем возрастания роли и упорядочения внебиржевого рынка решаются лишь в небольшой их части. Иными словами, как отметил Президент Республики Узбекистан И.А.Каримов, оценивая уровень развития фондового рынка в стране, “слабо функционирует рыночная инфраструктура, которая должна служить развитию и становлению рыночных отношений. Рыночные институты формально созданы, но целостной, взаимосвязанной, а, главное, реально функционирующей рыночной инфраструктуры еще нет.”¹

В связи с этим, возникает потребность кардинального совершенствования организации внебиржевого фондового рынка, направленного как на повышение эффективности существующей торговой системы, так и на поиск и внедрение новых форм упорядочения внебиржевого оборота, основанных на теоретических исследованиях и ценном практическом опыте международных фондовых рынков, научно-методологическом обосновании принципов и содержания направлений повышения эффективности внебиржевого рынка корпоративных ценных бумаг.

Выбор темы диссертационного исследования и направления научного поиска автора обусловлены наличием вышеназванных предпосылок и факторов, свидетельствующих об актуальности проблемы организации внебиржевого рынка акций корпораций в Республике Узбекистан.

Цель диссертации – выявление тенденций развития внебиржевого рынка корпоративных ценных бумаг в условиях либерализации экономики в Республике Узбекистан и разработка рекомендаций, направленных на дальнейшее совершенствование его функционирования.

В соответствии с поставленной целью **основные задачи** диссертации:

1. Изучение влияния различных факторов на процессы становления и развития рынка корпоративных акций в Республике Узбекистан и обоснование экономических предпосылок роста значения внебиржевого рынка ценных бумаг, как перераспределительного механизма.
2. Раскрытие основных мотивов деятельности участников на внебиржевом рынке, выявление структуры внебиржевого рынка и обоснование необходимости его организации.
3. Анализ основных особенностей функционирования организованных внебиржевых рынков акций в развитых странах с точки зрения возможности применения их опыта в организации внебиржевого рынка акций в нашей

¹ Каримов И.А. Либерализация экономики и углубление реформ – наша главная задача. – Наша высшая цель – независимость и процветание Родины, свобода и благополучие народа. –Т., «Узбекистон», 2000 г., стр. 384.

стране и с учетом рекомендаций международных организаций.

4. Анализ деятельности электронной системы внебиржевой торговли и выявление ее развития внебиржевого рынка корпоративных акций.

5. Оценка экономических, институциональных и организационно-технических факторов, сдерживающих развитие организованного внебиржевого рынка, а также выявление преимуществ этого рынка и его потенциальных возможностей.

6. Определение основных направлений повышения эффективности внебиржевого рынка и разработка рекомендаций по совершенствованию условий его функционирования.

Предметом диссертационного исследования выступают экономические, институциональные, организационно-технические и нормативно-правовые аспекты становления и развития внебиржевого рынка корпоративных акций в Узбекистане.

Объектом исследования является деятельность основных групп участников внебиржевого рынка корпоративных акций, а также работа институтов, организующих, обслуживающих и регулирующих осуществление этой деятельности.

Теоретическую и методологическую основу исследования составили теоретические исследования зарубежных и отечественных ученых в области финансов и рынка ценных бумаг.

В ходе исследования проанализированы разработки концепций международных и национальных научных центров в области подходов к развитию рынка ценных бумаг, материалы конференций и семинаров, законодательные и нормативные акты Республики Узбекистан в этой сфере.

В диссертации использованы труды узбекских экономистов, таких как Алиев М.Г., Абдуллаев Е. А., Бутиков И., Газибеков Д.Г., Котов В.А., Шохаззамий Ш., а также зарубежных ученых, среди которых Брэдли С., Сорос Дж., Тьюлз Р., Мадхаван А., Балабанов И.Л., Жуков Е.Ф., Миркин М.Я., Торкановский В.С., и другие.

В диссертации в качестве методологической основы нашли отражение концептуальные выступления и фундаментальные труды Президента Республики Узбекистан И.А. Каримова по актуальным экономическим проблемам, Постановления Кабинета Министров Республики Узбекистан, а также диалектический метод познания, предполагающий изучение явлений в их всеобщей взаимосвязи и развитии. При проведении исследования использовались такие методы как анализ и синтез, дедукция и индукция, статистические методы обработки информации, включающие группировку

данных, использование относительных величин, методику расчетов финансовых коэффициентов.

В процессе работы использовались статистические данные, отражающие процессы становления и развития внебиржевого рынка корпоративных акций в Республике Узбекистан, нормативные документы Центра по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг, отчеты и другие материалы, опубликованные в специальной литературе и средствах массовой информации.

При проведении исследования и разработке рекомендаций по совершенствованию существующего механизма функционирования внебиржевого рынка акций, использовался опыт зарубежных развитых стран в сфере организации внебиржевых торговли ценными бумагами и отдельные его результаты, отраженные в трудах западных ученых, информационных бюллетенях, отчетностях эмитентов, нормативных и уставных документах организованных рынков за рубежом.

Диссертационное исследование является одной из первых научных работ в Республике Узбекистан, посвященной вопросам функционирования внебиржевого рынка акций предприятий и совершенствованию его организации.

Научная новизна исследования :

- выявлены и обоснованы основные тенденции развития рынка корпоративных ценных бумаг в условиях либерализации экономики Узбекистана;
- выявлена степень взаимозависимости и взаимовлияния биржевого и внебиржевого рынков корпоративных ценных бумаг, а также определены пути повышения роли внебиржевого рынка в инвестиционных процессах;
- определены основные цели и мотивы участников внебиржевого рынка и основные факторы, определяющие характер развития внебиржевого рынка;
- разработаны основные требования к созданию организованных рынков ценных бумаг в условиях либерализации экономики Узбекистана;
- обоснованы основные факторы, стимулирующие и сдерживающие развитие национального внебиржевого организованного рынка, аргументировано положение о необходимости совершенствования внебиржевого рынка и пути повышения его эффективности;
- выработаны рекомендации по обеспечению информационной прозрачности внебиржевого рынка, повышения эффективности его регулирования, предложены меры по совершенствованию взаимодействия институциональной инфраструктуры данного рынка.

Практическая ценность выполненной диссертационной работы

заключается в возможности использования выработанных направлений совершенствования условий и механизмов функционирования внебиржевого рынка корпоративных ценных бумаг в целях повышения привлекательности осуществления фондовой деятельности на данном сегменте рынка ценных бумаг, расширения вовлечения бездействующих инвестиционных ресурсов населения и иностранных инвесторов в экономику страны.

Сформулированные автором конкретные направления совершенствования организации внебиржевого рынка акций применительно к качественно новому этапу развития рынка ценных бумаг Узбекистана могут быть использованы в практической деятельности участников рынка: организатора торговли, инвесторов, эмитентов, инвестиционных институтов и организаций, обслуживающих исполнение сделок, а также органов регулирования и саморегулируемых организаций. Результаты исследования и отдельные его разделы могут быть также использованы в процессе подготовки учебно-методических материалов для чтения лекций и проведения учебных занятий в Банковско-финансовой академии, Ташкентском финансовом институте, Ташкентском государственном экономическом университете и иных ВУЗах Республики Узбекистан, обеспечивающих подготовку и повышение квалификации специалистов рынка ценных бумаг.

Апробация результатов исследования. Основные положения, выводы и рекомендации диссертации прошли апробацию на научных семинарах в Ташкентском финансовом институте, Ташкентском государственном экономическом Университете, на проблемном совете Центра исследований развития банковско-финансовой сферы при Банковско-финансовой академии Республики Узбекистан, а также изложены в виде тезисов докладов в материалах научно-практических конференций на экономическую тематику.

Отдельные выводы диссертационного исследования и конкретные направления совершенствования системы регулирования внебиржевого рынка ценных бумаг приняты для рассмотрения специалистами Центра по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг и отражения их в практике работы государственных органов регулирования.

Рекомендации автора в части повышения эффективности организации внебиржевого рынка путем внедрения новых технологий взаимодействия торговой системы с клиентами были учтены при разработке нового механизма проведения торгов на Республиканской фондовой бирже "Тошкент".

Структура работы. Диссертация изложена на 150 страницах машинописного текста и состоит из введения, трех глав, заключения, списка литературы, включающего 126 источников, а также приложения.

Основное содержание работы

Теоретические аспекты становления и функционирования рынка корпоративных акций и его сегмента – внебиржевого рынка. Как свидетельствует мировая практика, развитие экономики во многом зависит от эффективного функционирования рынка ценных бумаг, как одного из основных источников привлечения инвестиций в отрасли производства. Эволюция мирового фондового рынка обусловила разделение его на сегменты – биржевой и внебиржевой. Значение биржевых и внебиржевых рынков в обеспечении торговли ценными бумагами, их соотношение в различных странах неодинаково, что обусловлено рядом обстоятельств и причин. Теоретические исследования зарубежных авторов содержат различные мнения по поводу необходимости существования биржи или внебиржевого рынка. По убеждению автора, данные сегменты фондового рынка существуют благодаря объективной необходимости удовлетворения различных потребностей участников рынка, и их развитие находится в неразрывной связи, обусловленной их взаимопроникновением.

Развитие рынка ценных бумаг в различных странах подвержено как влиянию общих закономерностей, так и определяется степенью значимости отдельных факторов. В Республике Узбекистан основным катализатором становления и развития рынка акций предприятий стали масштабные процессы приватизации государственной собственности и связанного с ними акционирования предприятий. К другим факторам автором обоснованно отнесены изменение объемов предложения и размещения акций, развитие инфраструктуры рынка, активное участие инвестиционных институтов, процесс перераспределения собственности от первоначальных собственников к стратегическим инвесторам, осознание инвесторами целесообразности и выгоды реализации прав собственности на ценные бумаги.

Свои особенности в Узбекистане имеет и сегментация фондового рынка обусловленная различными целями и интересами его участников и различными характеристиками обращающегося на рынке товара – акций, на биржевой и внебиржевой, а последнего, в свою очередь, на организованный и неорганизованный.

Выявление теоретических и экономических основ функционирования внебиржевого рынка проводится на фоне сопоставления их с биржевым. Автор подчеркивает, что экономическая сущность каждого из этих рынков вытекает из экономической сущности фондового рынка в целом - мобилизация и перераспределение денежных накоплений физических и юридических лиц в стране в наиболее эффективные и перспективные отрасли

экономики.

Автором выявлены и обобщены основные различия между биржей и внебиржевым рынком корпоративных акций в условиях развивающейся экономики. Характеристики этих сегментов фондового рынка даются на основе следующих критериев сравнения: степени централизации, существовании процедуры допуска ценных бумаг к торгам, имущественных и квалификационных требований к участникам торгов, организации работы рынка, степени регулируемости рынка.

С экономической точки зрения различие между сегментами рынка акций заключается в степени эффективности аккумуляции и перераспределения инвестиционных ресурсов, которое зависит как от функционирования вторичного рынка, так и степени вовлеченности инвесторов.

Внебиржевой рынок является сферой реализации различных интересов участников фондового рынка, результатом которых становится многообразие совершаемых на нем сделок. В работе выявляются и обобщаются основные мотивы деятельности участников внебиржевого рынка, побуждающие их совершать операции именно на этом рынке. Среди них: 1) возможность получения дополнительной прибыли путем избежания больших издержек по совершению сделок путем определения цены акций в ходе прямых переговоров; 2) желание приобрести акции предприятий по низким ценам в условиях отсутствия конкуренции со стороны других инвесторов; 3) стремление избежать налогообложения со сделок с ценными бумагами; 4) совершение сделок с использованием инсайдерской информации; 5) сохранение тайны сделок.

Анализ зарубежного опыта функционирования внебиржевых рынков корпоративных акций. История развития рынков корпоративных ценных бумаг в развитых странах мира свидетельствует о ярко выраженной тенденции к организации возможно большей части фондового пространства. Основное назначение организованного внебиржевого рынка акций заключается в поддержании такого порядка осуществления деятельности его участников, который в условиях меняющейся экономической ситуации в наибольшей степени отвечал бы потребностям его участников и национальным интересам страны.

Как видно из мирового опыта, деятельность организованных внебиржевых рынков – это сложный и динамичный процесс, включающий в себя множество составных взаимосвязанных частей и элементов. Его ключевыми составляющими являются: информационная прозрачность. механизмы совершения и исполнения сделок, регулирование с целью

снижения рисков неисполнения сделок и пр.

Базируясь на анализе истории и современного состояния зарубежных фондовых рынков, международная группа экспертов по вопросам рынка ценных бумаг (Группа 30-ти) разработала рекомендации, направленные на повышение эффективности исполнения сделок на организованном рынке за счет снижения рисков, следование которым является главным направлением совершенствования организации рынков ценных бумаг и интеграции их в международный фондовый рынок. Использование предлагаемых концептуальных подходов становится все более актуальным при организации внебиржевых рынков ценных бумаг, так как именно на них риски неисполнения сделок особенно велики и должны быть снижены путем внедрения механизмов их страхования.

В зависимости от содержания, специфики и масштабов сделок, совершаемых на национальных фондовых рынках в разных странах применяются различные подходы к созданию механизмов снижения риска.

В работе отмечается, что большая часть рекомендаций разработана для развитых рынков с высоким уровнем капитализации и большими объемами торгов, поэтому не все их принципы адекватны условиям стран, рынки ценных бумаг которых имеют недолгую историю и относятся к развивающимся.

Наряду с анализом основных требований и концептуальных подходов к организации фондовой деятельности, в работе дается характеристика особенностей зарубежного опыта организации внебиржевого оборота акций.

Обобщая многообразие и особенности организации внебиржевых рынков корпоративных акций в развитых странах, автор подробно исследует присущие им общие черты, и характерные особенности.

Особенностью, отражающей современные тенденции развития практически всех организованных внебиржевых рынков акций в развитых странах мира и их экономическое предназначение, является их нацеленность на удовлетворение потребностей мелких инвесторов в осуществлении фондовой деятельности и обеспечение обращения акций молодых высокотехнологичных перспективных предприятий, акции которых не могут попасть на биржу.

Анализируя зарубежный опыт, автор делает вывод, что успешная организация внебиржевых рынков корпоративных ценных бумаг в странах с развитой рыночной экономикой обеспечивается действием основных принципов осуществления деятельности на этих рынках: 1) плата за услуги должна быть обоснованной; 2) сделки должны проводиться по справедливым ценам с учетом конъюнктуры рынка; 3) не допускаются обман, спекуляция

или мошенничество.

Автор тщательно изучает такой важнейший компонент зарубежных организованных рынков, как система исполнения сделок (клиринг и взаиморасчеты), который оказывает большое влияние на эффективность осуществления фондовой деятельности.

В качестве убедительного доказательства экономической эффективности существующих подходов к организации фондовой деятельности за пределами биржи в странах с развитой рыночной экономикой автором приводится структура и принципы формирования таких внебиржевых рынков как NASDAQ, EASDAQ, ATS, ECN, чью эффективность доказывает развитый рынок акций корпораций.

Состояние внебиржевого рынка в Республике Узбекистан. Результаты анализа динамики развития рынка корпоративных ценных бумаг в Узбекистане и факторов, влияющих на направление этого развития, показывают, что соотношение первичного и вторичного рынков акций, определяющих место и роль сегментов рынка в обслуживании процессов инвестирования в экономике, на биржевом и внебиржевом рынках разное. Внебиржевой рынок характеризуется преобладанием вторичного обращения акций, а биржа – первичного размещения акций приватизированных предприятий. В таблице № 1 представлены сведения, отражающие развитие биржевого и внебиржевого рынков по функциональному признаку: первичному и вторичному рынкам.

Таблица № 1 Объемы операций с акциями предприятий в Узбекистане в 1997-2000 гг.

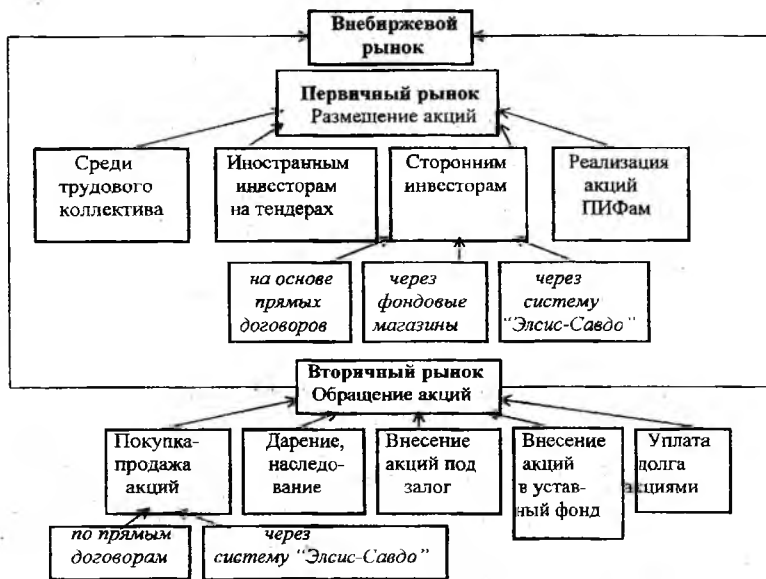
	1997		1998		1999		2000	
	млн. сум	%	млн. сум	%	млн. сум	%	млн. сум	%
Биржевой рынок	2304,7	100	3522,9	100	3649,1	100	5230,1	100
Первичное размещение	2285,8	99,2	3255,1	92,4	3134,3	85,9	4600,4	88
Вторичный рынок	18,9	0,8	267,8	7,6	514,8	93,1	629,7	12
Внебиржевой рынок	6059,6	100	14350,8	100	10978,8	100	14886	100
Первичное размещение	3184,3	52,6	6740	47	5214,1	47,5	1634,6	13,7
Вторичный рынок	2875,3	47,4	7610,8	53	5764,7	52,5	10251,4	86,3

Как показывает анализ структуры сделок на фондовом рынке Узбекистана, операции по купле-продаже акций путем прямых договоров между сторонами сделок, дарение, наследование, внесение акций под залог и реализация акций путем внесения в уставный фонд составляют большую часть

всех операций на фондовом рынке. Совершаемые на внебиржевом рынке, они обуславливают важное значение данного сегмента фондового рынка в перераспределении финансовых ресурсов в экономике страны. Учитывая, что объемы внебиржевого рынка превышают объемы биржевого, автор делает вывод, что внебиржевой рынок на современном этапе развития экономики в большей мере отвечает интересам и потребностям участников рынка акций предприятий.

Анализ сделок на внебиржевом рынке по целям их участников и механизму совершения операций с акциями предприятий позволил выявить структуру внебиржевого рынка корпоративных акций в Узбекистане.

Схема №1 Структура внебиржевого рынка акций в Узбекистане в разрезе совершаемых сделок.

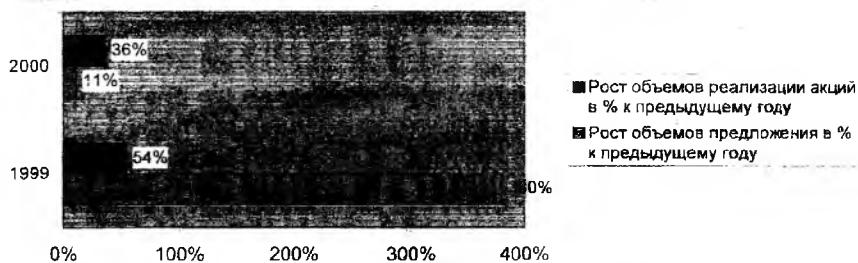


На основе исследования стратегий эмитентов и основных групп инвесторов в диссертации раскрывается характер операций с акциями предприятий на внебиржевом рынке в Узбекистане, что позволяет судить о перспективах развития данного рынка. Выявлено, что на нынешнем этапе развития фондового рынка в Узбекистане большинство сделок акциями происходит на неорганизованном внебиржевом рынке, имеющем тенденцию дальнейшего роста.

Исследование современного состояния единственного на сегодняшний

день внебиржевого организованного рынка в Узбекистане, представленного электронной системой внебиржевой торговли “Элсис-Савдо”, динамики его развития, позволило автору сделать вывод о повышении роли и места данного рынка в развитии рынка корпоративных акций в целом. Выявлено, что рост объема предложения в данной системе начинает вызывать опережающий в 3,3 раза рост объема продаж (см. Диаграмму №1), что является подтверждением целесообразности внедрения данного механизма на внебиржевом рынке. Тенденция роста масштабов обращения акций, позволяет утверждать, что работа системы “Элсис-Савдо” выходит на уровень, предусмотренный основной задачей ее создания – активизация вторичного рынка акций, развитие которого подчинено закону перехода количества в качество.

Диаграмма № 1 Динамика изменения объемов предложения и реализации акций в ЭСВТ «Элсис-Савдо» в 1999 –2000 гг.



Важное место уделяется выявлению факторов, оказывающих позитивное влияние на темпы и качество институционального и функционального развития национального организованного внебиржевого рынка акций предприятий. К ним автор относит возможность участия на рынке без посредников, что призвано обеспечить удобство обращения на рынок мелких инвесторов; отсутствие качественных и количественных требований к ценным бумагам для допуска их в систему; автоматизированная система расчетов.

Вместе с тем, отмечая успехи в работе системы “Элсис-Савдо”, автор вскрывает сдерживающие активизацию инвесторов на организованном рынке недостатки и нерешенные проблемы, наличие которых связано как с недоработками в организации торговой системы, так и пробелами в системе регулирования, раскрытия информации и неразвитостью инфраструктуры.

Автор исследует и дает оценку деятельности инвестиционных институтов и организаций, обслуживающих исполнение сделок на внебиржевом рынке в Узбекистане, на основе чего делает вывод о недостаточном соответствии качества предоставляемых ими услуг растущим

потребностям в обеспечении эффективного обращения акций.

Необходимость упорядочения внебиржевого оборота акций в условиях либерализации экономики. Масштабность и растущая доля внебиржевого рынка на фондовом рынке страны повышает его значение как механизма привлечения диверсифицированных средств населения в экономику республики в процессе перехода к рыночной экономике. Вместе с тем, непредсказуемость развития нерегулируемого внебиржевого рынка в сочетании с недоступностью информации о его состоянии и недостаточно развитыми механизмами цивилизованного функционирования данного рынка (отсутствие андеррайтинга, института маркет-мейкерства и др.) приводит к повышению рисков, снижению привлекательности фондовой деятельности в глазах потенциальных инвесторов, что препятствует притоку финансовых ресурсов в отрасли экономики и представляет угрозу национальным интересам страны.

В числе важнейших предпосылок упорядочения внебиржевой деятельности на рынке акций в Республике Узбекистан автором называются: возрастание масштабов внебиржевого рынка и связанного с ним повышения рисков для различных категорий инвесторов; недостаточные темпы институционального развития внебиржевого рынка корпоративных ценных бумаг; недопоступление средств в бюджет страны вследствие избежания налогообложения со сделок; недоступность информации о конъюнктуре и факты манипулирования ценами; трудности в поиске контрагентов по сделке и как результат – низкая ликвидность рынка, отсутствие конкуренции среди продавцов и покупателей, несправедливое ценообразование; повышенные риски, связанные с вероятностью срыва сделок.

Как показывает анализ мировой практики, обеспечение динамичного развития национальных рынков ценных бумаг в значительной мере зависит от своевременности организации внебиржевого оборота корпоративных акций.

Обосновывая необходимость организации внебиржевого рынка и опираясь на сложившиеся подходы к созданию внебиржевых торговых систем за рубежом, автор раскрывает содержание основных преимуществ организации внебиржевого рынка ценных бумаг корпораций, позитивно влияющих на его экономическую эффективность: 1) быстрое нахождение контрагентов по сделке; 2) установление цен на основе конкуренции между продавцами и между покупателями; 3) возможность регулирования в целях предотвращения нарушений и в целях налогообложения; 4) обеспечение информационной прозрачности в отношении цен спроса и предложения на акции; 5) повышение ликвидности рынка за счет удовлетворения

потребностей участников внебиржевого рынка; 6) отработанный механизм исполнения сделок, снижающий риск их срыва.

Особое внимание уделяется обоснованию использования электронных технологий, как оптимального варианта организации внебиржевого торгового процесса в условиях переходной экономики. Аргументируется, что при электронной торговле осуществляется контроль за соблюдением законодательства, системой ценообразования, пресечением манипулирования ценами на рынке ценных бумаг.

Анализ основных требований к созданию торговых систем рынка ценных бумаг, с точки зрения возможности применения их положений в Узбекистане, приводит автора к выводу, что некоторые из них уже нашли отражение в создании условий эффективного функционирования внебиржевого рынка "Элсис-Савдо". Положения других рекомендаций международных экспертов могут быть применены при дальнейшем совершенствовании и создании новых форм организации внебиржевого оборота в нашей стране.

Выявленные в результате изучения и анализа опыта развитых стран в сфере организации внебиржевых рынков акций корпораций особенности их функционирования позволяют сопоставить их с основными составляющими деятельности внебиржевой торговой системы в Узбекистане и дают возможность применения наиболее ценного их опыта в определении направлений совершенствования национальной системы "Элсис-Савдо".

Обоснование позитивности совершенствования функционирования внебиржевого рынка в Республике Узбекистан. Стоящая перед нашей страной задача создания развитого рынка корпоративных ценных бумаг имеет целью обеспечение его эффективной работы для стимулирования притока свободных инвестиционных ресурсов различных групп инвесторов.

Активность инвесторов на внебиржевом рынке ценных бумаг во многом зависит от объема и доступности информации, снижающей неопределенность в знаниях об эмитентах, инвесторах, профессиональных участников этого рынка, условиях, методах, эффективности и рисках их деятельности и необходимой для принятия инвестиционных решений. В связи с этим, особое внимание автор уделяет раскрытию предпосылок необходимости наиболее полного раскрытия информации на внебиржевом рынке. Подчеркивается, что повышение информационной прозрачности должно обеспечиваться работой адекватной системы раскрытия информации на внебиржевом рынке, принципы действия которой основываются на определении следующих параметров предоставления сведений участниками рынка: что (какая

информация и в каком объеме), кто (кем и на каких условиях), когда, как (форма и способ), для кого предназначена.

Анализ основных компонентов системы раскрытия информации на внебиржевом рынке акций в Узбекистане, позволил автору сделать вывод о ее недостаточной эффективности. Выявлены следующие причины, сдерживающие активность инвесторов: 1) неотлаженная система продвижения информации к ее потребителям. Данные о состоянии внебиржевого рынка остаются недоступными для большинства заинтересованных лиц; 2) отсутствие информации аналитического и прогнозного характера, призванной дополнять минимум сведений, раскрываемой участниками рынка в соответствии с требованиями законодательства; 3) отсутствие информации, предоставляемой участниками рынка добровольно (сведения о качестве активов, уровне менеджмента, которые в значительной степени определяют риск инвестиций); 4) слабо развит институт инвестиционных консультантов, деятельность которых должна помочь инвесторам в выборе варианта вложения средств.

Сложившаяся ситуация обуславливает необходимость совершенствования системы информационного обеспечения внебиржевого рынка корпоративных акций. В связи с чем, в работе выявляются и обосновываются различные направления совершенствования системы раскрытия информации.

Особый интерес представляет разработанный на основе зарубежных методик и адаптированный к условиям Узбекистана комплекс показателей, характеризующих состояние внебиржевого организованного рынка. Среди них можно выделить модель определения показателя среднего изменения текущих курсов группы наиболее активно торговавшихся в системе «Элсис-Савдо» за определенный период акций. Данный показатель призван отражать направление движения цен на рынке, а также их ежедневные колебания, более точно, чем базисные показатели отражать тенденции на рынке.

Формула расчета показателя изменения средних курсов акций в ЭСВТ «Элсис-Савдо» имеет следующий вид:

$$C_{cp} = \frac{\sum_{t=1}^m \sum_{k=1}^n (C_{tk} / H_t - 1) * 100\%}{mn} + 100\%$$

где C_{cp} - средний курс группы акций по отношению к их номиналу,

t - индекс каждой акции в группе, $t = 1, 2, \dots, m$,

k - индекс цены каждой акции на определенный день, $k = 1, 2, \dots, n$,

C_{tk} - цена акции вида t на день k ,

H_t - номинал акции вида t ,

m - количество видов акций в группе,

n - количество дней в периоде.

Особо останавливается автор на разработке концепции информационного взаимодействия участников внебиржевого рынка с саморегулируемой организацией НАИИ, что позволит обеспечить доступность информации не только об организованном внебиржевом рынке, но и о ценовых тенденциях на неорганизованном рынке.

Еще одним условием, призванным обеспечить эффективное функционирования внебиржевого рынка в республике, является оптимальное сочетание торговой, депозитарной и расчетной деятельности.

Выявленные в ходе исследования недостатки в организации ЭСВТ «Элсис-Савдо» и деятельности институтов инфраструктуры обуславливают необходимость внедрения новых механизмов и разработку стандартов их деятельности в соответствии с международными требованиями. При этом акцент делается на использовании новейших информационных технологий, доказавших эффективность на зарубежных внебиржевых фондовых рынках.

Автор обоснованно полагает, что уровень развития национального внебиржевого рынка уже сейчас позволяет абсорбировать многое из положительного зарубежного опыта. Помимо того, функционирование инфраструктуры имеющей потенциал, опережающий потребности участников рынка, определит направление цивилизованного развития рынка и позволит избежать непредсказуемого его развития, чреватого негативными экономическими последствиями. Поэтому при определении направлений совершенствования деятельности инфраструктуры внебиржевого рынка акций большое внимание уделялось как повышению эффективности существующего организованного рынка, так и созданию условий для предотвращения проблем, которые могут возникнуть по мере развития рынка ценных бумаг в будущем.

Недолгая история развития рынка корпоративных акций в Узбекистане, отсутствие в связи с этим должного профессионализма его участников, рост объемов операций на неорганизованном рынке, практически не поддающемся в настоящее время регулированию, приводит к увеличению числа нарушений прав участников рынка и законодательства о ценных бумагах, а следовательно понижению надежности внебиржевого рынка корпоративных акций.

Наличие подобных проблем сигнализирует об отставании работы системы регулирования внебиржевого рынка от растущей потребности в регулировании данного рынка, связанной с его быстрым развитием.

Поиск путей совершенствования существующей в Узбекистане системы регулирования внебиржевого рынка привел автора к выводу о необходимости исходить из общей для всех участников рынка заинтересованности в защите

их прав и учете основных целей регулирования рынка ценных бумаг, определенных Международной комиссией IOSCO: защита прав инвесторов, обеспечение законности, эффективности, прозрачности рынков, снижение системного риска.

Аргументируя зависимость способов регулирования рынка ценных бумаг от уровня его институционального развития и степени централизации управления, принятой в стране, автор отмечает, что осуществляемое на сегодняшний день в Узбекистане прямое государственное регулирование внебиржевого рынка, актуальное на начальном этапе его становления, становится при дальнейшем развитии данного рынка препятствием в обеспечении равенства прав всех его участников.

В связи с чем, при определении направлений совершенствования системы регулирования внебиржевого рынка, автор во главу угла ставит обеспечение гарантий того, что регулирование на фондовом рынке осуществляется с целью защиты прав всех его участников и стимулирования дальнейшего развития рынка, а не в целях приоритетного проведения политики органов управления или исполнительных органов.

Основные направления совершенствования организации внебиржевого рынка корпоративных ценных бумаг в Республике Узбекистан.

Анализ состояния внебиржевого рынка ценных бумаг корпораций в Узбекистане позволяет автору сделать вывод о том, что успешное развитие внебиржевой торговли акциями предприятий, активное участие инвесторов на этом рынке во многом зависит от эффективности институциональной инфраструктуры, регулирования, информационного обеспечения.

Результаты проведенного диссертационного исследования и сформулированные выводы позволяют автору сделать следующие научно-обоснованные предложения, направленные на совершенствование организации внебиржевого рынка акций в Республике Узбекистан:

1. В целях стимулирования активизации инвесторов путем предоставления им возможности принятия обоснованных инвестиционных решений, а также обеспечения прав участников внебиржевого рынка в отношении равного доступа к информации, необходимо повысить степень информационной прозрачности внебиржевого рынка. Предлагается осуществить следующие меры:

1. Расширить объем и усовершенствовать форму раскрываемой эмитентами информации.
2. На основе публикаций статистических сведений и основанных на

зарубежной методике и адаптированных расчетных показателей, расширить объем информации, характеризующей состояние организованного внебиржевого рынка в целом, и отдельных эмиссий, представленных на нем.

3. Обеспечить доступ всех заинтересованных лиц к информации о сделках на внебиржевом рынке путем создания механизма взаимодействия профессиональных участников и саморегулируемой организации (НАИИ).

4. Предоставить инвесторам возможность быстрого нахождения контрагента по сделке путем внедрения услуг по глобальному предоставлению информации.

II. В целях расширения масштабов организованного внебиржевого рынка, повышения ликвидности акций и поддержания доверия инвесторов к данному сегменту фондового рынка необходимо усовершенствовать деятельность институтов инфраструктуры и профессиональных участников. Институциональное развитие внебиржевого рынка должно основываться на:

1. развитии электронной системы вторичных внебиржевых торгов ценными бумагами с применением новейших технологий совершения сделок и внедрении современных механизмов взаимодействия между участниками внебиржевого рынка, а также торговыми системами;

2. создании организованного внебиржевого рынка для институциональных инвесторов - основных маркет-мейкеров на вторичном рынке;

3. повышения качества взаиморасчетов, клиринга по сделкам на внебиржевом рынках ценных бумаг путем внедрения новых технологий в деятельность организаций, обслуживающих исполнение сделок с ценными бумагами.

III. Создание благоприятных условий для осуществления законной деятельности на внебиржевом рынке акций и предотвращение нарушений прав его участников должно быть обеспечено эффективным регулированием, что предполагает совершенствование существующей системы регулирования внебиржевого рынка по следующим направлениям:

1. Уполномоченный государственный орган должен получить статус независимого регулятора.

2. Структура системы регулирования фондового рынка должна состоять из двух уровней: государственного регулирования и саморегулирования, осуществляемого участниками рынка ценных бумаг на основе общих правил.

1. Необходимо внедрить механизмы снижения рисков на внебиржевом рынке корпоративных акций, основанные на: а) компенсации потерь инвесторов, связанных с системным риском; б) предотвращении срывов оплаты и поставок ценных бумаг по сделкам и обеспечении своевременного исполнения обязательств контрагентами; в) разработке стандартов для внутренней

организации оперативного управления инвестиционных институтов.

4. Нормативно-правовая база, регулирующая внебиржевой рынок должна быть дополнена положениями, направленными на: а) выявление и предотвращение нарушений, связанных с использованием внутренней информации, и случаев манипулирования цен; б) расширение объема информации о внебиржевом рынке, включая сведения о реализации акций путем дарения, наследования, внесения под залог; в) определение правовых рамок электронной торговли.

Успешная реализация совокупности вышеизложенных предложений, основанных на национальных интересах с учетом наиболее ценного опыта зарубежных рынков, по мнению автора, позитивно отразится на темпах и качестве развития национального организованного внебиржевого рынка, как эффективного механизма привлечения инвестиций в экономику страны.

По теме диссертации опубликованы следующие научные работы:

1. Вопросы развития вторичного рынка акций в Узбекистане. – Материалы научной конференции «Человек, наука, рынок», Самарканд, 2000 г.
2. Роль инвестиционных банков в активизации функционирования фондового рынка. – Материалы научно-практической конференции БФА: Т., «Молия», 2000г.
3. Некоторые аспекты развития рынка корпоративных акций в Республике Узбекистан. – Материалы международной научно-практической конференции Международного Банковского Института: Ст.-Петербург, 2001 г.
4. Регулирование внебиржевого рынка акций в Республике Узбекистан. – Материалы научно-практической конференции ТФИ: Т., 2001 г.
5. Информационная прозрачность внебиржевого рынка корпоративных акций. – Материалы международной научно-практической конференции БФА: Т., 2001 г.
6. Рынок корпоративных ценных бумаг Узбекистана: современное состояние и пути развития. – Информационный бюллетень «Обзор финансового рынка» №2 : Т., 2001г.
7. Функционирование внебиржевого рынка акций в Республике Узбекистан. –Журнал «Рынок, деньги и кредит», №7 : Т., 2001 г.
8. Акция, Акция курси – Узбекистон миллий энциклопедияси, Т.1: Т., 2000 г.



С.А.Арифджанованинг «Иқтисодий эркинлаштириш шароитида корпоратив қимматли қоғозларнинг биржадан ташқари бозорини ривожлантириш муаммолари» мавзусидаги диссертациясининг

ҚИСҚАЧА МАЗМУНИ

Диссертациянинг асосий мақсади – Ўзбекистон Республикасида корпоратив акцияларнинг биржадан ташқари бозорининг ташкил топиши ва ривожланишини тадқиқ этиш, ушбу бозорнинг ташкил этиш соҳасида чет эл тажрибасини умумлаштириш, улар асосида биржадан ташқари бозорни ташкил этишни такомиллаштириш бўйича илмий–услубий ва амалий тавсиялар ишлаб чиқиш ҳисобланади.

Кўрсатилган мақсадга мувофиқ тадқиқотда қуйидаги асосий вазифалар қўйилган: Ўзбекистон Республикасида корпоратив акциялар бозорининг шаклланиш ва ривожланиш жараёнларига турли факторлар таъсирини очиб бериш; биржадан ташқари бозор ва унинг иштирокчилари таркиби фаолиятининг сабабларини аниқлаш, ушбу бозорни ташкил этиш заруриятини асослаб бериш; акцияларнинг миллий биржадан ташқари бозорини ташкил этишда чет эл тажрибасини қўллаш имкониятларини аниқлаш мақсадида ривожланган мамлакатларда қимматли қоғозлар уюштирилган бозорларининг хусусиятларини таҳлил этиш; Ўзбекистонда акцияларнинг биржадан ташқари бозорининг самарадорлигини оширишга йўналтирилган тавсиялар ишлаб чиқиш.

Диссертациянинг хулосалари асосида қуйидаги таклифлар ишлаб чиқилди:

1. Инвесторларнинг фаоллигини рағбатлантириш мақсадида биржадан ташқари бозорнинг информацион ошкора даражасини кўтариш зарур.
2. Уюштирилган биржадан ташқари бозор миқёсини кенгайтириш, ҳамда акциялар ликвидлигини ошириш мақсадида биржадан ташқари бозор инфратузумаси фаолиятини электрон технологиялар билан қўллаш орқали мукаммаллаштириш зарур.
3. Биржадан ташқари бозорни тартибга солиш тизими қуйидаги йўналишлар давлатнинг вакил органига мустақил тартибга солувчи мақомини бериш фонд бозорини тартибга солиш тизими ўз–ўзини бошқарувчи иштирокчилар билан давлат бошқаруви биргалигига асосланган бўлиши керак; рискларни суғурта йўли билан пасайтириш механизми билан таъминланиши тақозо этади.

Summary

of the thesis on theme **“Problems of the OTC Stock Market Development in the Conditions of Economy Liberalization”**

The **main aim of the research** is to work out ways of improvement of the OTC stock market in the Republic of Uzbekistan.

In accordance with the aim **the main tasks** of dissertation are:

- studying the influence of various factors on the development of stock market in Uzbekistan, and reasons caused the sharing out of the over-the-counter market;
- analysis of “Elsys-Savdo” electronic trading system’s activity, and its role in defining of character of the over-the-counter market development as a whole;
- analysis of conformity of the OTC trading principles in Uzbekistan with internationally accepted requirements; research of the OTC markets specialties in some developed countries with the meaning to adopt their experience in Uzbekistan;
- working out recommendations for raising the OTC stock market efficiency.

Conducted survey allows author to make the following conclusions:

1. To promote the investors activity through allowing them the opportunity of making objective investing decisions and access to the market information it is necessary to increase transparency of the OTC market. According to this the following proposed for implementing: to widen the volume and to improve the form of information to be disclosed; to create new mechanisms of informational interaction among market participants.
2. To increase the scale of the organized OTC stock market and to provide appropriate liquidity of securities it is necessary to raise the effectiveness of market infrastructure. Development should base on: using modern electronic trading technologies; organizing trading space for market-makers; improving the settlement and clearing systems on the OTC stock market.
3. To provide favorable conditions for legal activity and to prevent breaches on the OTC market the effective regulation should be led. It is proposed to be reached through improving the current regulation system: state regulative organ must obtain an independent status; the structure of regulation should consist of state regulation and selfregulation; risks must be decreased by appropriate mechanisms.

Подписано в печать 16.04.2002г.
Заказ № 35. Печ.л. 1.3 Тираж 100
Отпечатано в типографии УзНИИПН