

Алтай Рамазанов, Бакытнур Утеев
РЕГУЛЯТОРЫ РАЗВИТИЯ ФОНДОВОГО РЫНКА КАЗАХСТАНА

В статье рассмотрена проблема оценки уровня регулирования развития фондового рынка Казахстана. На основе анализа существующих экономико-правовых подходов к государственной поддержке и регулированию фондового рынка Казахстана и зарубежного опыта разработаны меры по дальнейшему его совершенствованию. К стратегическим направлениям дальнейшего совершенствования фондового рынка отнесены организационно-экономические механизмы саморегулирования.

Ключевые слова: государство, регулирование, саморегулирование, фондовый рынок.

Рис. 2. Лит. 10.

Алтай Рамазанов, Бакитнур Утеєв
РЕГУЛЯТОРИ РОЗВИТКУ ФОНДОВОГО РИНКУ КАЗАХСТАНУ

У статті розглянуто проблему оцінювання рівня регулювання розвитку фондового ринку Казахстану. На основі аналізу існуючих економіко-правових підходів до державної підтримки та регулювання фондового ринку Казахстану та зарубіжного досвіду розроблено заходи з подальшого його вдосконалення. До стратегічних напрямків подальшого вдосконалення фондового ринку віднесено організаційно-економічні механізми саморегулювання.

Ключові слова: держава, регулювання, саморегулювання, фондовий ринок.

Altai Ramazanov¹, Bakytnur Uteev²
**REGULATORS IN KAZAKHSTAN'S STOCK
MARKET DEVELOPMENT**

The article considers the problem of evaluating the regulation of the stock market in Kazakhstan. Basing on the analysis of the current economic and legal approaches to state support and regulation of the stock market in Kazakhstan and the foreign experience, the measures on its further improvement are developed. Organizational and economic mechanisms of self-regulation are treated as a strategic priority in the development of the country's stock market.

Keywords: state; regulation; self-regulation; stock market.

Постановка проблемы и анализ основных публикаций. Определение факторов, критериев и механизмов регулирования развития фондового рынка. Существуют различные подходы в экономической литературе к оценке эффективности регулирования фондового рынка, каждый из которых имеет свои особенности. Вопросам регулирования фондового рынка посвящены работы Т.Б. Бердникова [1], Н.И. Берзон [9], Е.А. Буянова [9], О.А. Гришина [3], А.Г. Ивасенко [8], М.А. Кожевникова [9], И.В. Лищенко [5], А.В. Чаленко [9], Ю.А. Чеботарева [10].

Т.Б. Бердникова выполнение различных контрольных функций рассматривает как регулирование фондового рынка [1]. Авторы [8; 9] приводят британский опыт регулирования фондового рынка и деятельности Совета по ценным бумагам и инвестициям (Securities and Investments Board – SIB).

И.В. Лищенко регулирование фондового рынка рассматривает через налогообложение. Налогообложение на фондовом рынке включает анализ дохо-

¹ Doctor of Economics, Head of Innovation and Education Program in Economics, Kazakh Ablai Kxan University of International Relations and World Languages, Almaty, Kazakhstan.

² PhD Student, University Kainar, Almaty, Kazakhstan.

дов физических лиц, налог на доходы нерезидентов, сравнение ставок по доходам различных категорий инвесторов [5].

Ю.А. Чеботарев регулирование фондового рынка представляет как «суверенное право» государства влиять на развитие фондового рынка путем создания государственных корпорации и преобразования в публичные [10].

О.А. Гришина на примере российского рынка ценных бумаг определяет прямые и косвенные формы регулирования, в т.ч. саморегулирующиеся организации. При этом основной упор в изучении рынка ценных бумаг сделан на институты РФ [3].

Цель исследования состоит в систематизации подходов к государственной поддержке и регулированию развития фондового рынка Казахстана.

Основные результаты исследования. В Казахстане сложилась смешанная, полицентрическая модель фондового рынка, на котором одновременно и с равными правами присутствуют коммерческие банки, фондовые биржи и другие финансовые институты.

Важнейшим условием успешного функционирования фондового рынка является эффективная система его регулирования, охватывающая всех его участников. Регулирование фондового рынка представляет собой механизм обеспечения равновесия интересов участников, которые следуют установленным правилам игры.

Регулирующая функция распределяется между государством и саморегулированием, представленным организациями, объединяющими профессиональных участников фондового рынка (рис. 1).



Рис. 1. Схема регулирования фондового рынка, авторская разработка

Организационное построение системы регулирования фондового рынка в Казахстане базируется на концепции двухуровневой системы органов регулирования. Первый уровень составляют органы государственного регулирования, второй уровень образуют саморегулируемые организации, созданные самими профессиональными участниками рынка фондового рынка.

Государственное регулирование фондового рынка осуществляется Комитетом по контролю и надзору финансового рынка и финансовых организаций Национального банка Республики Казахстан, выполняющим функции по:

- определению приоритетов в области формирования и развития рынка ценных бумаг;
- обеспечению функционирования рынка ценных бумаг и его инфраструктуры, защите прав и интересов инвесторов;
- установлению условий и порядка выпуска и регистрации, обращения и погашения негосударственных ценных бумаг, производных ценных бумаг, эмиссионных ценных бумаг нерезидентов и международных организаций;

- ведению Государственного реестра эмиссионных ценных бумаг, электронного реестра лицензиара и реестра разрешений на осуществление деятельности на рынке ценных бумаг;
- определению правил осуществления профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, требований к условиям и порядку совершения сделок, учету этих сделок и отчетности по ним;
- определению условий и порядка выдачи лицензий по видам деятельности на рынке ценных бумаг;
- установлению видов пруденциальных нормативов, показателей и критериев (нормативов) финансовой устойчивости лицензиатов, порядок их расчета и методики расчета;
- выдаче, приостановлению, возобновлению действия и лишению лицензии по видам деятельности на рынке ценных бумаг.

Мерами воздействия Комитета по контролю и надзору финансового рынка и финансовых организаций Национального банка Республики Казахстан выступают выдача письменного предписания об устранении выявленных недостатков, что является обязательным для исполнения в установленные сроки. В случае невыполнения предписаний Комитетом по контролю и надзору финансового рынка и финансовых организаций Национального банка Республики Казахстан применяются санкции, которые предполагают:

- 1) наложение и взыскание штрафов в порядке, установленном законодательством Республики Казахстан;
- 2) приостановление действия лицензии;
- 3) лишение лицензии;
- 4) отзыв согласия уполномоченного органа на назначение руководящих работников субъектов рынка ценных бумаг.

Национальный банк РК выполняет двоякую роль на фондовом рынке, выступая одновременно и его профессиональным участником, активно ведущим операции с ценными бумагами, и государственным органом регулирования фондового рынка. Являясь агентом государства по размещению государственных займов, Нацбанк РК вправе по согласованию с Минфином РК участвовать в регулировании обращения госзаймов, а также покупать и продавать ценные бумаги, выпущенные правительством РК. Также Нацбанк РК выполняет функции депозитария, клирингового и расчетного центра по операциям с отдельными видами государственных ценных бумаг, проводит обязательную экспертизу проспектов эмиссий ценных бумаг акционерных банков до их регистрации.

Сосредоточение контрольной функции по финансовому рынку в руках Национального банка Республики Казахстан позволяет осуществлять лучшую координацию регуляторных аспектов с денежно-кредитной политикой. Однако цели и приоритеты денежной политики не должны сдерживать развитие фондового рынка. К примеру, Нацбанк РК, стремясь удержать инфляцию в определенных пределах, может начать контролировать ценовой диапазон купли-продажи ценных бумаг на фондовой бирже.

Предпринимаемые Республикой Казахстан на протяжении последних лет меры по развитию фондового рынка не возымели должного успеха, фондовая биржа остается преимущественно валютной.

Рассматривая в динамике показатели продаж на вторичном рынке ценных бумаг Казахстана за период с 2008 г. по 2012 г., можно сказать, что фондовый рынок сейчас находится в спаде.

Динамика продаж акций на вторичном рынке KASE показана на рис. 2.

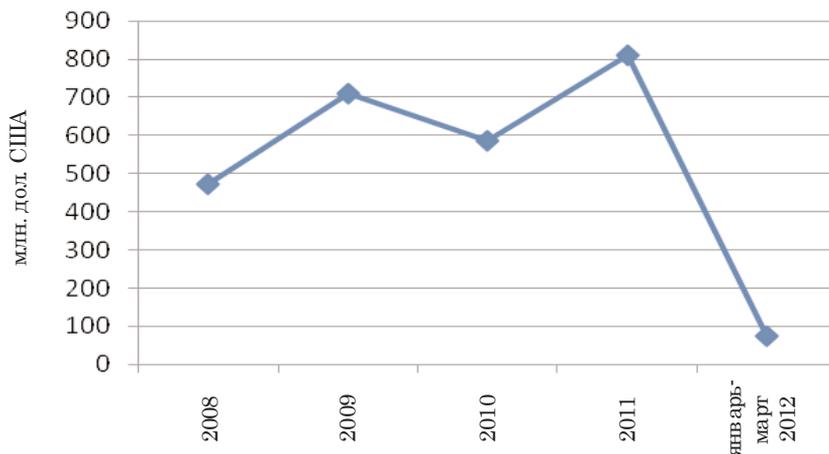


Рис. 2. Динамика продаж акций на вторичном рынке KASE, составлено по данным [6]

Объем торгов на рынке акций в 2011г. составил лишь 118,4 млрд. тенге (811,5 млн. дол. США). За 3 месяца 2012 г. объем торгов акциями составил 76,1 млн. дол. США [6].

Финансовый кризис 2007–2008 гг. обусловил необходимость принятия дополнительных мер по усилению контроля за деятельностью участников финансового рынка. Но излишняя зарегулированность не оставляет возможность для принятия рискованных решений и, следовательно, получения высокой доходности, что, в свою очередь, сдерживает эмитентов в вопросе размещения своих бумаг. Понимание сдерживающего эффекта усиления регуляторных функций Комитета по контролю и надзору финансового рынка и финансовых организаций Национального банка Республики Казахстан побудило правительство принять решение о внедрении стимулирующих мер для участников финансового рынка. Такими мерами выступает привлечение сбережений населения на фондовый рынок посредством программы «Народного IPO» [6].

Внимание населения Республики Казахстан данная программа, когда будут размещаться акции отечественных компаний из реального сектора экономики. «Народное IPO» означает массовое предложение населению Казахстана ценных бумаг (акции) компании с государственным участием за счет государственных пакетов акции. IPO – высокорисковый инструмент, который имеет вероятность получения высокого дохода. В данном случае каждый индивидуальный инвестор самостоятельно или при участии профессиональных участников фондового рынка принимает решение по объему и категориям вложения [6].

Программа «Народное IPO» направлена на:

- предоставление гражданам республики возможности владения акциями крупнейших предприятий страны;
- создание нового инструмента инвестирования и преумножение сбережений населения;
- дальнейшее развитие рынка ценных бумаг;
- привлечение компаниями дополнительного финансирования с целью реализации инвестиционных программ [6].

Реализация программы «Народное IPO» предполагает вывод на фондовый рынок ценных бумаг новых компаний и расширение за счет этого списка торгуемых на рынке акций. Проведение IPO казахстанских компаний на отечественном рынке будет способствовать формированию класса розничных частных инвесторов. По предварительным оценкам, спрос со стороны пенсионных фондов для ближайших первичных размещений оценивается в 200–300 млн. дол. США [6]. Особенностью программы являются принципы отбора компаний и процедуры реализации. Для участия отбираются компании, не имеющие значительной зависимости от конъюнктуры мировых цен на сырье. Критериями готовности к размещению определены степень риска и стоимость бизнеса.

Размещение ценных бумаг компаний производится поэтапно с второй половины 2012 года. На первом этапе на рынок выводятся ценные бумаги АО "KazTransOil" и "KEGOC", на втором – "KazTransGas", «Казморттрансфлот» и «Самрук-Энерго», на третьем – «КТЖ» и «Казтемиртранс». Рассматривается также возможность размещения бумаг компании "Air Astana" и АО «КазАГРО». В случае благоприятного развития событий после 2015 г. планируется вывести на рынок бумаги компаний «КМГ» и «Казатомпрома».

Отечественные регуляторы фондового рынка проводят большую подготовительную работу, которая осуществляется как с населением – потенциальным инвестором, так и с эмитентами.

В программе «Народного IPO» не смогут участвовать все желающие, что связано в первую очередь с финансовой составляющей вопроса. Стоимость акций эмитентов будет неподъемной большинству населения. Например, стоимость одной акции компании «РД КМГ» составляет около 20 тыс. тенге, в то время как среднемесячная номинальная заработная плата в Казахстане составляет около 87,5 тыс. тенге (а у работников сельского хозяйства – 33,8 тыс. тенге). С другой стороны, основное население может участвовать в инвестиционном процессе уже на вторичном рынке, через систему инвестиционных фондов. Фактически каждый станет причастным к данному процессу через инвестиции пенсионных фондов, поэтому предстоящий процесс «Народного IPO» может стать действительно народным.

Еще одной проблемой является то, что у населения усиление регулирующих функций Комитета по контролю и надзору финансового рынка и финансовых организаций Национального банка Республики Казахстан и активная пропаганда на государственном уровне в печати, TV, радио участвовать в программе «Народного IPO» вызывает ложное ощущение безрисковости вложений в инструменты фондового рынка. Таким образом, население будет

перекладывать ответственность за принимаемые решения на государственные органы. Так, к примеру, произошло в России, где население пошло на поводу рекламы и приобрело акции крупных государственных компаний по завышенным ценам, а когда рынок урегулировал цены после размещения, население возмущенно требовало выкупить у них подешевевшие бумаги по начальной цене. Например, Внешторгбанк (ВТБ) провел «Народное IPO» в мае 2007 года. Россияне покупали бумаги банка по 13,6 копейки за штуку, тем самым они принесли банку 1,6 млрд. дол. США. Спустя несколько месяцев после размещения котировки банка резко пошли вниз и акции подешевели почти в 6 раз. Граждане, которые поверили государству и участвовали в широко рекламируемой кампании, вскоре начали жаловаться, что власти их подвели и они в результате понесли убытки. Всего в ходе IPO было размещено около 22,5% акций – 1,513 трлн. штук. За 5 лет котировки банка упали более чем на 80%. В. Путин руководству ВТБ поручил проработать вопрос об обратном выкупе [2].

Зарубежный опыт показывает, что в основе регулирования должен быть принцип недопущения в отрасль неквалифицированных лиц. Поэтому в Казахстане необходимо внедрить квалификационную систему для участников фондового рынка, несоответствие требованиям которой должно стать основанием для запрета деятельности данного участника на рынке. К примеру, в США все лица, причастные к торговле ценными бумагами, обязаны регистрироваться в соответствующих федеральных органах, а также в каждом штате, на территории которого ведутся операции. Проверка профессиональных знаний участников рынка осуществляется путем проведения экзаменов так называемой «-7-й серии» (базовые экзамены участников фондового рынка). Кроме этого, существует еще несколько серий испытаний, касающихся отдельных фондовых продуктов и выполнения различных контрольных функций [1, 62–71].

Мировой опыт показывает, что государственное регулирование фондового рынка имеет свои границы эффективности, что существенно ограничивает набор методов и инструментов регулирования [7, 39–44]. Наиболее действенным является саморегулирующее воздействие фондового, а именно, саморегулируемые организации профессиональных участников, которые могут применять широкий спектр мер, имеющих стимулирующее воздействие.

Саморегулируемая организация профессиональных участников представляет собой добровольное объединение профессиональных участников фондового рынка, которые функционируют на принципах некоммерческих организаций и действуют в соответствии с законодательством. На фондовом рынке Казахстана саморегулируемой организацией профессиональных участников является Казахстанская ассоциация профессиональных участников рынка ценных бумаг (Kazakhstan Association of Securities Dealers – KASD), созданная по инициативе АО «БТА Секьюритис», АО «Верный Капитал», АО "ИФД "RESMI", АО «Казкоммерц Секьюритиз», АО «Сентрас Секьюритиз», АО «Тройка Диалог Казахстан», АО "Haluk Finance" 21 апреля 2010 года.

Своей целью Казахстанская ассоциация профессиональных участников рынка ценных бумаг определила внедрение в практику казахстанского фондо-

вого рынка высоких этических стандартов профессионального поведения, основанного на взаимном признании и доверии, а также на осознанном соблюдении норм законодательства, правил биржевой торговли и расчетов, обычаев добропорядочного делового оборота.

Активизация деятельности Казахстанской ассоциации профессиональных участников рынка ценных бумаг объективно необходима, в условиях, когда на фондовом рынке Казахстана сложилась критическая ситуация с доверием к операторам отечественного фондового рынка – как со стороны потребителей их услуг, так и внутри самого профессионального сообщества, в результате быстрого увеличения в предыдущие годы количества лицензированных участников рынка и работающих в них лиц, не сопровождавшееся сохранением качества делового поведения (поскольку «новички» зачастую не имели ни привычки добросовестного ведения бизнеса, ни представлений о таком ведении).

Во многих случаях контроль саморегулируемой организации оказывается более жестким и эффективным, чем контроль, осуществляемый государственными органами. Например, в США главной саморегулирующей организацией является Национальная ассоциация дилеров ценных бумаг (NASD). Нарушение установленных ею правил может привести к исключению из членов этой ассоциации или биржи, что равнозначно запрету на работу с ценными бумагами.

Осуществляя контроль, профессиональные организации должны иметь возможность проводить проверки компаний по ценным бумагам, рассматривать жалобы инвесторов, принимать дисциплинарные меры к нарушителям, а в особо тяжелых случаях передавать дела в уполномоченный орган по финансовому рынку.

Примером страны, где ключевую роль в системе регулирования фондового рынка играют саморегулируемые организации, является Великобритания. Основным законодательным актом, регламентирующим механизм функционирования фондового рынка, выступает закон о финансовых услугах (1986 г.), в соответствии с которым государственным органом регулирования определено Казначейство (Министерство финансов). За Казначейством оставлено небольшое число функций по регулированию, среди которых главными являются общий контроль за состоянием рынка и допуск на фондовый рынок Великобритании зарубежных инвестиционных институтов.

Основная функция по регулированию фондового рынка реализуется Советом по ценным бумагам и инвестициям (Securities and Investments Board – SIB) [8, 242], который является некоммерческой частной компанией и состоит из представителей компаний, работающих на фондовом рынке. SIB осуществляет:

- лицензирование деятельности саморегулируемых организаций, объединений профессиональных участников фондового рынка и профессиональных организаций. Данным объединениям SIB выдает генеральные лицензии, на основании которых саморегулируемые организации осуществляют лицензирование деятельности компаний, входящих в их объединение (ассоциацию);

- лицензирование инвестиционной деятельности крупных строительных компаний и банков;
- нормативно-методическое обеспечение фондового рынка, мониторинг и контроль за деятельностью участников фондового рынка.

Деятельность SIB финансируется за счет средств участников фондового рынка. Регулированием деятельности непосредственных участников фондового рынка занимаются саморегулируемые организации, которые объединяют компании по профессиональному признаку. Для того, чтобы компания могла работать на фондовом рынке в качестве профессионального участника, она должна быть членом одной или нескольких саморегулируемых организаций.

В Казахстане необходимо постепенно расширять саморегулирующие функции фондового рынка, что позволит решить проблему излишней его зарегулированности. Исходя из британского опыта [9, 374], на Казахстанскую ассоциацию профессиональных участников рынка ценных бумаг можно дополнительно возложить выполнение следующих функций:

- разработка правил и стандартов профессиональной деятельности на фондовом рынке в рамках действующего законодательства;
- разработка требований к членам и прием компаний в состав, что равносильно их лицензированию и допуску к работе на фондовом рынке;
- контроль за деятельностью своих членов;
- наложение санкций за нарушение правил;
- рассмотрение жалоб со стороны клиентов на компании-члены;
- защита интересов инвесторов.

С целью защиты интересов инвесторов, прежде всего мелких, Казахстанская ассоциация профессиональных участников рынка ценных бумаг могла бы формировать компенсационные фонды, за счет которых возмещается ущерб инвесторам в случае банкротства инвестиционного института.

На фондовом рынке надо задействовать признанные профессиональные организации. Признанные профессиональные организации объединяют бухгалтеров, аудиторов, юристов, для которых работа на фондовом рынке не является их основным видом деятельности. Но Комитет по контролю и надзору финансового рынка и финансовых организаций Национального банка Республики Казахстан, признав эти объединения, может дать право их членам проводить аудиторские проверки профессиональных участников фондового рынка и оказывать им юридические услуги.

Выводы. Развитие фондового рынка сдерживается неразвитостью механизмов регулирования. Основную роль в системе регулирования фондового рынка играют государственные органы, что обусловлено недостаточным развитием института профессиональных участников фондового рынка, отсутствия традиций и устоявшихся методов работы. Это, в частности, и выступает одной из проблем низкой эффективности работы фондового рынка Казахстана.

Формирование сильных, признаваемых государственными структурами саморегулируемых организаций профессиональных участников фондового рынка может стать толчком к появлению в будущем системы эффективных независимых объединений участников фондового рынка, способных более

быстро, профессионально и эффективно решать проблемы его функционирования.

1. Бердникова Т.Б. Рынок ценных бумаг и биржевое дело: Учеб. пособие. – М.: ИНФРА-М, 2002. – 270 с.
2. ВТБ заплатит за народное IPO/33 // www.gazeta.ru.
3. Гришина О.А. Регулирование рынка ценных бумаг // Рынок ценных бумаг: теория и практика: Учебник / Под ред. В.А. Галанова. – М.: Финансы и статистика, 2008. – С. 500–512.
4. Данные пресс-релиза по итогам первого полугодия 2012 года // www.kase.kz.
5. Лищенко И.В. Налогообложение на рынке ЦБ // Теория и практика торговли на фондовом рынке: Курс лекций / Под общей ред. В.В. Твардовского. – 3 изд., испр. – М.: СмартБук, 2011. – С. 278–294.
6. Перспективы Народного IPO в Казахстане // tengrinews.kz.
7. Подходы к регулированию фондового рынка // Рынок ценных бумаг Казахстана.– 2010.– №2. – С. 39–44.
8. Рынок ценных бумаг/ А.Г. Ивасенко и др. 4 изд. – М.: КНОРУС, 2010. – 495 с.
9. Фондовый рынок: Учеб. пособие для высших учебных заведений экономического профиля / Н.И. Берзон, Е.А. Буянова, М.А. Кожевников, А.В. Чаленко. – М.: Вита-Пресс, 1998. – 400 с.
10. Чеботарев Ю.А. Охота на прибыль фондового рынка. – М.: СмартБук; И-Трейд, 2010. – 395 с.

Стаття надійшла до редакції 30.10.2012.