

Бакытнур Утеєв

СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ ЗАЩИТЫ ПРАВ РОЗНИЧНЫХ ИНВЕСТИТОРОВ КАК ОДИН ИЗ ПУТЕЙ ПРЕОДОЛЕНИЯ КРИЗИСА ФОНДОВОГО РЫНКА КАЗАХСТАНА

В статье рассмотрены основные тенденции и проблемы фондового рынка Казахстана. Обоснована необходимость особого подхода к защите интересов казахстанских розничных инвесторов. Приведены результаты исследования стереотипов поведения и представлений о правах казахстанских розничных инвесторов в контексте проблем казахстанского фондового рынка. Обоснована возможность перехода к качественно новой модели фондового рынка с акцентом на розничный рынок и совершенно иным подходом к подбору основных эмитентов.

Ключевые слова: фондовый рынок, розничный инвестор, права инвесторов, стереотипы инвестиционного поведения, Казахстанская фондовая биржа.

Табл. 1. Рис. 2. Лит. 19.

Бакитнур Утеєв

ВДОСКОНАЛЕННЯ СИСТЕМИ ЗАХИСТУ ПРАВ РОЗДРІБНИХ ИНВЕСТИТОРІВ ЯК ОДИН З ШЛЯХІВ ПОДОЛАННЯ КРИЗИ ФОНДОВОГО РИНКУ КАЗАХСТАНУ

У статті розглянуто основні тенденції і проблеми фондового ринку Казахстану. Обґрунтовано необхідність особливого підходу до захисту інтересів казахстанських роздрібних інвесторів. Наведено результати дослідження стереотипів поведінки і уявлень про права казахстанських роздрібних інвесторів у контексті проблем казахстанського фондового ринку. Обґрунтовано можливість переходу до якісно нової моделі фондового ринку з акцентом на роздрібний ринок і абсолютно іншим підходом до підбору основних емітентів.

Ключові слова: фондовий ринок, роздрібний інвестор, права інвесторів, стереотипи інвестиційної поведінки, Казахстанська фондова біржа.

Bakytnur Uteyev¹

IMPROVING THE SYSTEM OF RIGHTS PROTECTION OF RETAIL INVESTORS AS A WAY TO OVERCOME THE STOCK MARKET CRISIS IN KAZAKHSTAN

The article considers the key trends and the problems at the stock market in Kazakhstan. The necessity is grounded for a special approach to the protection of interests of Kazakhstani retail investors. The results of the research on the stereotypes in the behavior and the awareness of the small investors' rights in the context of the problems at Kazakhstani stock market are presented. An opportunity is demonstrated to shift to a brand new model of stock market, with the emphasis on the retail market and a completely different approach to the selection of key issuers.

Keywords: stock market; retail investor; the rights of investors; stereotypes in the investment behaviour; Kazakhstan stock exchange (KASE).

Постановка проблемы. Несколько последних лет являются кризисными для казахстанского фондового рынка. Это очевидно, если посмотреть на количественные показатели, связанные с торговлей. Происходит сокращение количества и участников рынка, и наименований доступных финансовых инструментов и инвесторов.

¹ PhD Student, University Kainar, Almaty, Kazakhstan.

По итогам 2011 г. в рейтинге 100 стран по уровню падения биржевого индекса Казахстан вошел в первую пятерку. Индекс KASE, который рассчитывался по ценам акций всего 7 наименований (остальные не соответствуют критериям ликвидности), по итогам года уменьшился на 35,7%, биржевой оборот упал на 20%, наиболее сильно пострадал рынок акций, где снижение объема составило 43,2% [13]. Следует ответить, что многие казахстанские компании, имеющие потенциал роста, испытывают серьезные трудности в финансировании и фактически не обладают доступом на публичные рынки капитала [11]. Рынок для фондов прямых инвестиций в Казахстане остается достаточно узким, создание нескольких довольно крупных фондов не улучшило ситуацию, поскольку стоимость тех немногих компаний, которые соответствуют критериям фондов, непрерывно повышается, и эти фонды становятся неконкурентоспособными по сравнению с аналогичными компаниями в России и Турции.

Эти негативные тенденции наблюдались и в 2012 г., несмотря на стремительный скачок Казахстана с 72-го на 51-е место в ежегодном рейтинге конкурентоспособности мировых экономик Всемирного экономического форума [19]. В докладах Всемирного банка "Doing business" 2012 г. и 2013 г. Казахстан занял вполне достойное 49-ое место [7; 17], а по данным опроса, проведенного в 2011 г. компанией «Эрнст энд Янг», большинство профессиональных инвесторов, вложивших средства в казахстанские предприятия, признали, что «в значительной степени удовлетворены своими инвестиционными решениями» [12, 13].

Регулятор и руководство KASE прикладывают значительные усилия по совершенствованию законодательной, технической, технологической базы, внедрению новых инструментов и услуг. Был реализован проект, позволяющий принципиально снизить процент неисполнения заключенных на бирже с ценными бумагами сделок (схема расчетов «T+0»); биржа интенсивно развивается в плане внедрения IT-технологий, появился, в частности, шлюз, позволяющий участвовать в торгах инвесторам-нерезидентам на условиях, принятых в мире, и т.п.

Тем не менее, в 2012 г. на Казахстанском финансовом форуме предметом дискуссий стало само существование, жизнеспособность фондового рынка [8]. По мнению многих участников форума, дело идет к тому, что в силу нарастающего вынужденного ужесточения в системе государственного регулирования KASE может фактически прекратить своё существование (или, в лучшем случае, станет чьим-то филиалом) [3].

Альтернатива этому, по мнению ряда экспертов, – перезапустить фондовый рынок фактически заново, развивая его на качественно иной клиентской базе, переориентировать деятельность биржи на модель фондового рынка, где целевой инвестор – население [11].

В этом контексте представляется актуальным и востребованным поиск путей совершенствования защиты прав розничных инвесторов, исходя из специфических особенностей их инвестиционной культуры.

Анализ исследований и публикаций. Защита прав и интересов всех участников фондового рынка – одна из фундаментальных основ мировой экономики [9; 14].

В базовом документе Международной организации комиссий по ценным бумагам (IOSCO) «Цели и принципы регулирования в области ценных бумаг» отмечается, что «регулирование должно способствовать формированию капиталов в хозяйстве и экономическому росту» [4]. IOSCO выделила 3 главных цели регулирования: а) защита инвесторов против вводящей в заблуждение манипулятивной, мошеннической и инсайдерской практики; б) справедливость, эффективность и прозрачность рынков (равенство участников на рынке, равный и широкий доступ к информации, предупреждение нечестной торговой практики); в) сокращение системного риска (эффективное управление рисками в индустрии ценных бумаг) [4].

Однако универсальных для всех стран общепризнанных правил защиты прав и интересов участников фондового рынка нет и, по-видимому, быть не может. В литературе нет единого мнения относительно того, какой из регуляторов (централизованный или децентрализованный) является более эффективным. В мировой практике в обоих подходах к защите прав инвесторов есть свои преимущества и недостатки [10; 18]. И если еще 10–15 лет тому назад большая часть регуляторов в большинстве государств имели децентрализованные черты, то за последние 5 лет децентрализованная система регулирования подверглась сильной критике, и сегодня наблюдается тенденция централизации регулирования [5].

В условиях глобального кризиса качественно возросшая неопределенность обуславливает общее снижение эффективности методов управления рисками инвесторов на финансовых рынках [6]. При этом, если крупные институциональные инвесторы, как правило, обладают необходимыми ресурсами для совершенствования системы управления рисками, то интересы розничных инвесторов нуждаются в условиях кризиса в дополнительной защите [16].

Необходимость особого подхода к защите интересов розничных инвесторов обусловлена также существующими до настоящего времени многочисленными недостатками в деятельности многих казахстанских инвестиционных институтов (компаний и фондов), оказывающих посреднические услуги. В этих условиях фондовые биржи, инвестиционные компании и фонды должны прилагать дополнительные усилия по защите их прав [15].

В Казахстане особое внимание проблемам защиты интересов инвесторов на финансовых рынках стало уделяться сравнительно недавно. В 2010–2011 гг. были приняты «Концепция развития финансового сектора» [2] и Закон РК «О внесении изменений и дополнений в некоторые законодательные акты Республики Казахстан по вопросам регулирования банковской деятельности и финансовых организаций в части минимизации рисков» [1].

В табл. 1 представлены основные новации этого закона, направленные на минимизацию рисков инвесторов на фондовом рынке.

Однако сегодня следует признать, что эти нормативно-правовые акты так и не смогли переломить негативные тенденции казахстанского фондового рынка.

Одной из причин этого является недостаточное внимание к учёту интересов розничных инвесторов. Именно это является **нерешенной до настоящего времени частью проблемы**.

Таблиця 1. Новаци казахстанского законодательства, направленные на минимизацию рисков инвесторов на фондовом рынке, авторская разработка

| № | Основные направления | Новации |
|---|---|---|
| 1 | Повышение прозрачности деятельности эмитентов | <ul style="list-style-type: none"> - исключить из перечня информации, составляющей коммерческую тайну на рынке ценных бумаг, данные об остатках и движениях акций на лицевых счетах системы реестров держателей и системе учета номинального держания; - установить требование в отношении всех акционерных обществ размещать на сайте депозитария финансовой отчетности информацию обо всех корпоративных событиях, годовую финансовую отчетность и аудиторские отчеты общества; - установить обязанности уполномоченного органа публиковать информацию об эмитентах, допустивших дефолты, должностных лицах крупных акционеров таких эмитентов. |
| 2 | Усиление защиты прав и интересов инвесторов | <ul style="list-style-type: none"> - повысить ответственность эмитентов и их должностных лиц за выполнение условий выпуска облигаций; - повысить требования к аудиторским отчетам, составляемым по результатам эмитентов облигаций; - повысить ответственность аудитора за сокрытие фактов; - дополнить протекст выпуска ценных бумаг сведениями о целевом назначении облигационного займа, представителем держателей облигаций и дивидендной политике; - установить административную ответственность за действия по совершению сделок с ценными бумагами с использованием инсайдерской информации (в своих интересах или в интересах третьих лиц); - установить обязанности выпуска эмитентов выпущенных облигаций у своих держателей при невыполнении определенных условий их выпуска, а также в случае делистинга по причине невыполнения листинговых требований в части раскрытия информации о деятельности эмитента; - увеличить размеры административных штрафов за нарушение порядка заключения сделок с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами; - ввести понятие «квалифицированный инвестор» и установить к нему нормативные требования; - повысить ответственность организаций, осуществляющих финансовое консультирование при выводе ценных бумаг отечественных эмитентов на фондовый рынок |
| 3 | Совершенствование структуры фондового рынка | <ul style="list-style-type: none"> - наделить Казахстанскую фондовую биржу функцией мониторинга раскрытия эмитентов ценных бумаг, допущенных к обращению, информации в объеме, требуемой законодательством страны и внутренними документами биржи; - повысить роль представителя держателя облигаций и расширить его функции и полномочия в целях обеспечения защиты прав и интересов держателя облигаций; - ввести дополнительный вид профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг – клиринговой деятельности; - создать единого регистратора, в функции которого будет входить ведение реестра держателей ценных бумаг всех эмитентов на территории Республики Казахстан. |

Цель исследования — исследовать особенности стереотипов поведения и представлений о правах казахстанских розничных инвесторов.

Основные результаты исследования. В основу исследования положены данные, полученные нами в результате личного опроса 256 розничных инвесторов — клиентов казахстанских инвестиционных компаний и фондов.

Большинство участников опроса — лица мужского пола в возрасте от 26–35 лет, на долю женщин приходится только 36%. Лишь 20% инвесторов старше 35 лет. Все имеют высшее образование, преимущественно экономическое.

Вот как выглядят обобщённые результаты опроса:

1. По мнению абсолютного большинства инвесторов действующие нормативно-правовые акты лишь отчасти отвечают интересам заинтересованных сторон.

2. Только четверть опрошенных считают себя достаточно хорошо информированными о содержании казахстанской законов по защите прав инвесторов; почти половина респондентов на момент проведения опроса вообще не интересовались вопросами защиты прав инвесторов.

3. Отвечая на вопрос «Можете ли Вы рассказать, какие дополнительные меры по защите прав инвесторов были закреплены в казахстанском законодательстве в конце 2011 года?», практически все инвесторы затруднились дать ответ.

4. Среди ответов на вопрос: «Какими источниками информации Вы пользуетесь, принимая решение об инвестировании в ценные бумаги?» на последнем месте в качестве источника информации стоит информация от регуляторов, информацию KASE считают полезной только треть респондентов. Максимально эффективным источником раскрытия информации инвесторы считают Интернет (имеются в виду независимые информационные Интернет-ресурсы).

5. Судя по результатам опроса, информации в СМИ на тему инвестирования респондентам категорически не хватает: более трети респондентов считают, что такая информация вообще не встречается, еще половина полагает, что, хотя она и попадает, ее недостаточно, и всего 15% информации хватает.

6. Наиболее популярны среди респондентов источники информации, к которым они обратились бы в гипотетической ситуации покупки акций (можно было отметить несколько источников):

60% предпочли бы советы специалистов финансовой сферы, которых знают лично;

48% — советы знакомых, имеющих опыт покупки акций;

26% — советы родственников и знакомых, с которыми обычно обсуждают финансовые вопросы;

22% обратились бы к рекомендациям сотрудников финансовых компаний;

18% прислушались бы к советам финансовых аналитиков, выступающих в СМИ;

12% предпочли бы воспользоваться сведениями, которые можно получить на семинарах и учебных курсах;

8% предпочли бы воспользоваться информацией Интернет-сайтов, посвященных финансам;

6% прислушались бы к советам журналистов или рекламе;

4% прислушались бы к информации на сайтах отдельных финансовых компаний.

7. По мнению 75% респондентов в значительной степени уровень защищенности казахстанских инвесторов зависит от государственного регулирования фондового рынка. Только 14% опрошенных считают, что защищенность казахстанских инвесторов может повыситься благодаря деятельности объединения инвестиционных компаний и фондов. Интересно, что при этом 82% возлагают надежды на системы внутреннего контроля инвестиционных компаний (рис. 1).

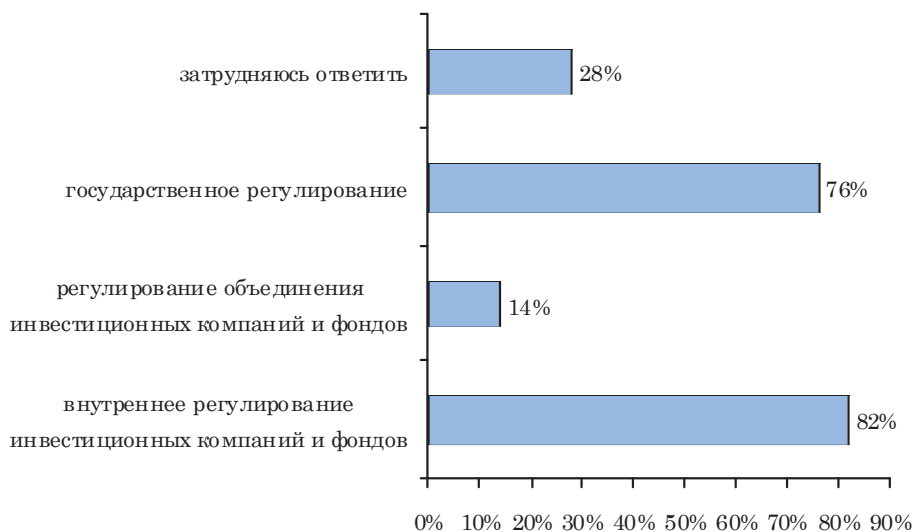


Рис. 1. Мнения респондентов о том, какие органы (организации) могут повлиять на уровень защищенности казахстанских розничных инвесторов, авторская разработка

8. Отвечая на вопрос «Чьи действия чаще всего способствует нарушению прав инвесторов?» респонденты посчитали, что чаще всего (64–66%) причиной нарушения прав инвесторов является их неинформированность о своих правах, а также несовершенство казахстанского законодательства. Среди факторов, способствующих нарушению прав инвесторов, также некавалифицированность инвесторов (38%) и неразвитость инфраструктуры рынка (16%). Деятельность исполнительных органов власти, по мнению респондентов, меньше всего нарушает права инвесторов (12%) (рис. 2).

Выводы. Основные типические характеристики поведения казахстанского розничного инвестора: иррациональность в процессе принятия инвестиционных решений; инфантилизм представлений о защите интересов инвесторов на фондовых рынках; запрос на защиту со стороны государства и финансовых институтов; убежденность, что на фондовом рынке преобладают спекулянты, а мнение аналитиков не отражает его реального состояния.

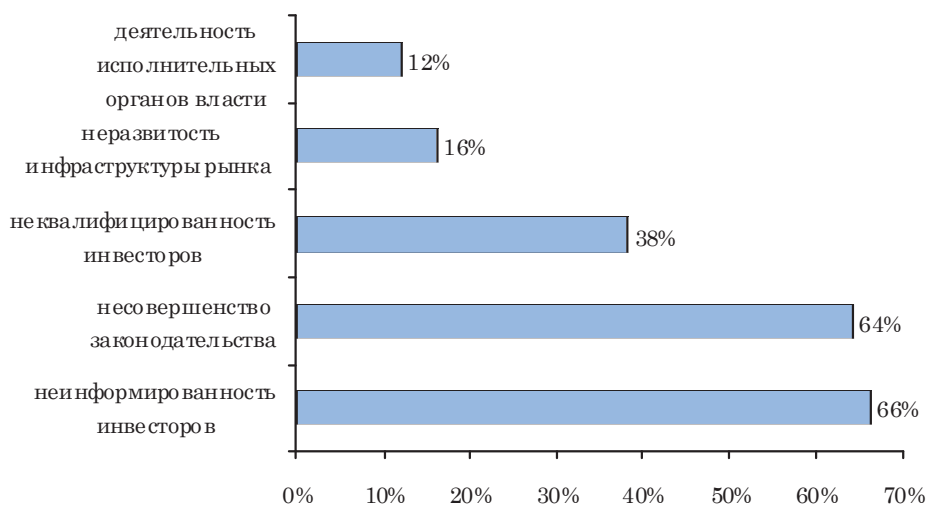


Рис. 2. Мнения респондентов по вопросу «Чи дії частіше всього сприяють порушенню прав інвесторів?», авторська розробка

Представлення о своїх правах і ризиках у казахстанських розничних інвесторів відрізняються протиріччю. Немногим більш половини респондентів в тій чи іншій мірі усвідомлюють, що відповідальність за ризики, пов'язані з вкладеннями в цінні папери, лежить на вкладчиках і в ситуації, коли ціна акцій різко падає, возмещати збитки інвесторам ніхто не зобов'язаний. В той же час більш треті респондентів впевнені, що возмещати збитки в такому випадку зобов'язано держава (особливо мова йде про акції національних компаній).

Основною причиною низької інвестиційної активності населення на фінансовому ринку є не стільки відсутність фінансової можливості здійснювати заощадження, а, скоріше, недовіра до інструментів фондового ринку.

Дальніше розвиток даного дослідження. Преодолення кризи фондового ринку Казахстану, крім удосконалення системи захисту прав розничних інвесторів, передбачає особливу увагу до урахування їх інтересів. Слід підкреслити, що акції національних компаній, передбачених для виводу в рамках програми «народного IPO», за ці критерії не проходять. Натомість їм відповідають багато казахстанських компаній, що постачають свою продукцію на внутрішній ринок, тому необхідна розробка нової моделі фондового ринку з акцентом на розничний ринок і повністю іншим підбором основних емітентів.

Головною характеристикою ринку, який був би цікавий рознице, є наявність емітентів, які серйозно недооцінені і будуть рости в ціні протягом тривалого часу. Крім того, дуже важливою характеристикою є виплата дивідендів, яких в даний момент не платить більшість емітентів на внутрішньому ринку. Такими емітентами можуть стати емітенти, орієнтовані в основному на внутрішній ринок, продукцією яких потенційні інвестори стикаються частіше, ніж

с объявлением финансовых результатов раз в год крупнейшими компаниями-экспортерами. Среди таких потенциальных эмитентов, например, производители питания, ритейлеры, компании, предоставляющие различные услуги, в том числе доступ к Интернет и связи.

Однако чтобы «перезапустить» казахстанский фондовый рынок на основе этой модели, нужно в корне изменить выстроенную на определенных количественных показателях систему листинга на KASE. Именно этот вопрос представляется нам наиболее востребованным направлением развития данного исследования.

1. О внесении изменений и дополнений в некоторые законодательные акты Республики Казахстан по вопросам регулирования банковской деятельности и финансовых организаций в части минимизации рисков: Закон Республики Казахстан от 28.12.2011 №524-IV ЗРК // www.zakon.kz.

2. Об утверждении Концепции развития финансового сектора Республики Казахстан в пост-кризисный период: Указ Президента Республики Казахстан от 1.02.2010 №923 // www.akorda.kz.

3. *Батищева Т., Иващенко О.* С первой попытки: Интервью с вице-президентом Казахстанской фондовой биржи А. Цалюк // Эксперт Казахстан.— 2012.— №28—29.— С. 8—12.

4. *Берзин Е.В.* Совершенствование системы регулирования фондового рынка как основа его эффективности // Проблемы управления.— 2007.— №.— С. 153—156.

5. *Богл Дж.* Руководство разумного инвестора. Единственный надежный способ инвестировать на рынке ценных бумаг / Пер. Н. Коневская. — М.: Вильямс, 2010. — 192 с.

6. *Демиргюч-Кунт А., Бек Т., Хонован П.* Финансовые услуги для всех? Стратегии и проблемы расширения доступа / Пер. И. Шафикова — М.: Альпина Паблишер, 2011. — 312 с.

7. Доклад «Ведение бизнеса 2013». Разумный подход к регулированию деятельности малых и средних предприятий. Сопоставительные данные об условиях регулирования предпринимательской деятельности по 185 странам. — 10-изд. / Совместная публикация Всемирного банка и Международной финансовой корпорации // Doing business. Оценка бизнес регулирования. // Всемирный банк // russian.doingbusiness.org.

8. *Дрозд Н.* Жизнеспособность Казахстанского фондового рынка стала предметом дискуссий на Казахстанском финансовом форуме // Панорама.— 16.03.2012.

9. Защита прав инвесторов / Д.В. Бурачевский, М.Л. Скуратовский, И.В. Решетникова, В.В. Ярков. — СПб.: Санкт-Петербургский государственный университет, 2006. — 552 с.

10. Защита прав инвесторов в сфере рынка ценных бумаг / Под ред. М.К. Треушникова. — М.: Городец, 2009. — 400 с.

11. *Зеленухин С.* Казахстанский фондовый рынок по-прежнему находится в кризисном состоянии: Интервью с экс-президентом Казахстанской фондовой биржи А. Джолдасбековым, 10.04.2012 // investfunds.kz.

12. Инвестиционная привлекательность Казахстана: Обзор (правообладатель — компания «Эрнст энд Янг») // Kazakhstan: Международный деловой журнал.— 2011.— №2.— С. 12—17.

13. Казахстанский фондовый рынок должен стать значительно более здоровым, 13.01.2012 // zakon.kz.

14. *Кохен Д.* Психология фондового рынка: страх, алчность и паника. — М: Интернет-трейдинг, 2004. — 364 с.

15. *Норман П.* Сантехники и провидцы. Расчеты по сделкам с ценными бумагами и европейский финансовый рынок / Пер. О. Антонова — М.: Манн, Иванов и Фербер, 2012. — 528 с.

16. Основы государственного регулирования финансового рынка: Учеб. пособие для юридических и экономических вузов / А. Рот, А. Захаров, Я. Миркин и др. — 2-е изд., перераб. и доп. — М.: Юстицинформ, 2009. — 624 с.

17. Рейтинг экономик: Доклад «Ведение бизнеса 2012» // Doing business. Оценка бизнес регулирования // Всемирный Банк // russian.doingbusiness.org.

18. *Шамраев А.В.* Правовое регулирование международных банковских сделок и сделок на международных финансовых рынках. — М.: КноРус, ЦИПСИР, 2010. — 160 с.

19. World Economic Forum (2012). The Global Competitiveness Report 2012–2013: Full Data Edition // www3.weforum.org.

Стаття надійшла до редакції 20.11.2012.