НАУЧНО - ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ «КЫРГЫЗСКИЙ ЭКОНОМИЧЕСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ ИМЕНИ М. РЫСКУЛБЕКОВА»

На правах рукописи

УДК: 35.08 (575.2) (043)

ТААЛАЙБЕК ТЕМИРЛАН

08.00.10 – финансы, денежное обращение и кредит

08.00.01- экономическая теория

Диссертация

на соискание ученой степени доктора экономических наук

Научный консультант:

доктор экономических наук,

профессор, Кожошев А.О.

Бишкек – 2025

ОГЛАВЛЕНИЕ

ПЕРЕЧЕНЬ УСЛОВНЫХ ОБОЗНАЧЕНИЙ ……. 4

ВВЕДЕНИЕ …….. 6

ГЛАВА 1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ И МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ОРГАНИЗАЦИИ И ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ В ЭКОНОМИКЕ

1.1. Экономическая природа рынка ценных бумаг ……..…..… 14

1.2. Методология исследования рынка ценных бумаг …….. 28

1.3. Эволюция развития и становления рынка ценных бумаг в мировой экономике ……..……..... 41

ГЛАВА 2. ОРГАНИЗАЦИОННО-ПРАВОВЫЕ АСПЕКТЫ ИНТЕГРАЦИОННЫХ ПРОЦЕССОВ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ

2.1. Интеграция рынка ценных бумаг как фактор устойчивого экономического роста……..…….…..…… 57

2.2. Правовые нормы функционирования рынка ценных бумаг…… 70

2.3. Государственное регулирование рынка ценных бумаг …….... 83

ГЛАВА 3. ДИАГНОСТИКА РЫНКА ГОСУДАРСТВЕННЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ В КЫРГЫЗСКОЙ РЕСПУБЛИКЕ

3.1. Государственные ценные бумаги как финансовый инструмент государства …… 101

3.2. Анализ рынка государственных казначейских векселей и государственных казначейских облигаций ……..……. 112

3.3. Анализ рынка Нот Национального банка Кыргызской Республики …… 128

ГЛАВА 4. ТЕНДЕНЦИИ РАЗВИТИЯ РЫНКА КОРПОРАТИВНЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ В КЫРГЫЗСКОЙ РЕСПУБЛИКЕ

4.1. Организационные аспекты функционирования рынка корпоративных ценных бумаг ……... 146
4.2. Анализ рынка корпоративных ценных бумаг ……..…. 161
4.3. Принципы ESG в развитии рынка ценных бумаг…… 185
ГЛАВА 5. ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ КЫРГЫЗСКОЙ РЕСПУБЛИКИ В УСЛОВИЯХ ИНТЕГРАЦИИ И ПЕРЕХОДА К ИНКЛЮЗИВНОЙ "ЗЕЛЕНОЙ" ЭКОНОМИКЕ
5.1. Оптимизация управления государственным долгом и рынком государственных ценных бумаг……..……. 202
5.2. Прогнозные оценки инвестиционного климата в Кыргызской Республике с учетом многофакторного корреляционно-регрессионного анализа……. 219
5.3. Экономические и экологические ракурсы интеграционного процесса рынка ценных бумаг стран ЕАЭС ……...… 233
ЗАЛЮЧЕНИЕ…….…….. 253
ПРАКТИЧЕСКИЕ РЕКОМЕНДАЦИИ……...…… 260
СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННХ ИСТОЧНИКОВ …….…… 267

ПЕРЕЧЕНЬ УСЛОВНЫХ ОБОЗНАЧЕНИЙ

БВФБ	ОАО «Белорусская валютно-фондовая биржа»
БРИКС	Межгосударственное объединение, союз пяти государств: Бразилии, России, Индии, КНР, Южной Африки
ВВП	Внутренний валовый продукт
ГКВ	Государственные казначейские векселя
ГКО	Государственные казначейские облигации
ЕАЭС	Евразийский экономический союз
ЕС	Европейский союз
ЕЭК	Евразийская экономическая комиссия
ККУ КР	Кодекс корпоративного управления Кыргызской Республики
КМ КР	Кабинет министров КР
КР	Кыргызская Республика
КФБ	Кыргызская фондовая биржа
МБ	ОАО «Московская биржа» (ММВБ-РТС)
МСФО	Международные стандарты финансовой отчетности
НБКР	Национальный банк Кыргызской Республики
НПА	Нормативные правовые акты
НСК КР	Национальный статистический комитет КР
ООН	Организация Объединенных наций
ПКР	Правительство КР
РЦБ	Рынок ценных бумаг
СГУ	Сектор государственного управления
США	Соединённые Штаты Америки
УЭСР	ESRM - Управление экологическими и социальными рисками
ФАО	Продовольственная сельскохозяйственная Организация Объединенных наций

Финнадзор	Служба регулирования и надзора за финансовым рынком при Министерстве экономики и коммерции Кыргызской Республики
ЮАР	Южно-Африканская Республика
AMX	ОАО «Армянская фондовая биржа»
ESG	Environmental, Social and Governance, экологической, социальной и корпоративной
ESRS	Европейские стандарты отчетности в области устойчивого развития
GRI	Глобальные инициативы по отчетности
ISE	Стамбульская Фондовая Биржа
KASE	АО «Казахстанская фондовая биржа»
KSE	ЗАО «Кыргызская Фондовая биржа»
IFOAM	Международная федерация движения за органическое сельское хозяйство
IOSCO	Международная организация комиссий по ценным бумагам (International Organization of Securities Commissions)
NFRD	Директива ЕС о нефинансовой отчетности
PRI	Принципы ответственного инвестирования
SASB	Совет по стандартам учета в области устойчивого развития
USAID	United States Agency for International Development
TCFD	Целевая группа по раскрытию финансовой информации, связанной с климатом
WCED	Международная комиссия по окружающей среде и развитию

ВВЕДЕНИЕ

Актуальность темы диссертации. Развитие рыночной экономики обусловливается механизмом саморегулирования и проявляется в обновлении экономических отношений между субъектами в процессе распределения, обмена и потребления материальных благ. В данной системе отношения распределения и обмена выполняют функцию создания условий для стабилизации экономики и характеризуются необходимостью модернизации институтов, обеспечивающих перераспределение финансовых ресурсов на рыночной основе. Главное назначение рынка ценных бумаг обеспечивать свободный перелив финансовых средств между экономическими субъектами. При этом институт ценных бумаг способствует движению денег из «аккумулирующих» источников – из состояния наличных сбережений в «инвестиционные» источники – в акции.

Рынок ценных бумаг представляет собой рынок, в котором в качестве то варов присутствуют ценные бумаги. В современное время произошло много важных изменений в организационной структуре рынка ценных бумаг, его функциональном механизме. Главной функцией рынка ценных бумаг является мобилизация финансовых ресурсов общества для целей организации и расширения масштабов хозяйственной деятельности. Формирование рынка ценных бумаг в Кыргызской Республике это сложный экономический, политический, социальный процесс, который в наиболее ярком и концентрированном виде показывает сложности перехода национальной экономической системы.

Изучение рынка ценных бумаг является довольно актуальной на сегодняшний день проблемой, потому что в рыночной экономике ценные бумаги и их рынок играют огромную роль в сосредоточивании свободных денежных средств для нужд предприятий и государств.

Актуальность экономико-теоретического исследования критериев оценки и особенностей функционирования рынка ценных бумаг обусловлена

тем, что в Кыргызской Республике становление эффективно функционирующих финансовых институтов ещё не завершено. Это требует выделения анализа структуры рынка ценных бумаг в особое научное направление на базе комплексного изучения различных подходов к характеристике её составных элементов.

Таким образом, выявление состояния и детерминант развития рынка ценных бумаг Кыргызской Республики приобретает конкретную значимость. В связи с тем, что его структура требует совершенствования, теоретическое осмысление процесса оптимизации обращения денежных средств, а также разработка мероприятий, способствующих повышению экономической эффективности функционирования субъектов финансовой сферы, определяются в фундаментальную научную проблему.

На целесообразность исследования современного состояния рынка ценных бумаг указывает незавершенность его становления на макроэкономическом уровне, которое обусловливает проведение анализа процесса реформирования отношений распределения и обмена. При этом, обоснование механизма функционирования рынка ценных бумаг в условиях региона также является актуальным.

Не смотря на то, что проблема рынка ценных бумаг является очень актуальной и активно изучается многими специалистами, стоит отметить, что она недостаточно изучена. Нет полного и детального анализа участников рынка ценных бумаг, не рассматриваются процессы взаимодействия различных уровней рынка ценных бумаг. Недостаточное внимание как ресурсу дальнейшего развития рынка ценных бумаг уделяется частному инвестору, его интересам и предпочтениям.

Связь темы диссертации с приоритетными научными направлениями, крупными научными программами (проектами) и основными научно-исследовательскими работами, проводимыми образовательными и научными учреждениями. Тема диссертационного исследования непосредственно связана с Национальной стратегией развития

КР на 2018-2040 годы; Концепцией региональной политики КР на период 2018-2022 годов; Концепцией зеленой экономики в КР "Кыргызстан - страна зеленой экономики"; Концепцией научно-инновационного развития КР на период до 2022 года; Программой Правительства КР по развитию страны на период 2018-2022 годы «Доверие. Единство. Созидание»; Программой Правительства КР «Реальные цели, новые перспективы»; Государственной Программой «Цифровая экономика»; «Дорожной картой» по реализации Концепции цифровой трансформации «Цифровой Кыргызстан 2019-2023»; Стратегией управления государственным долгом КР на 2020-2023 годы и др.

Цели и задачи исследования. Целью диссертационного исследования является расширение теоретико-методологических положений о развитии рынка ценных бумаг и разработка на концептуальной основе научно-практических рекомендаций по углублению интеграции рынка ценных бумаг в финансовый рынок ЕАЭС в условиях перехода «зеленой экономике».

Реализация поставленной цели потребовала решения следующих основных задач:

1. на основе обобщения научных взглядов в области организации и функционирования рынка ценных бумаг в экономике развить понятийный аппарат, раскрыть экономическую природу рынка ценных бумаг
2. определить организационные и правовые аспекты интеграционных процессов на рынке ценных бумаг;
3. провести диагностику рынка государственных ценных бумаг в Кыргызской Республике;
4. на основе ретроспективного анализа выявить тенденции развития рынка корпоративных ценных бумаг в Кыргызской Республике;
5. определить перспективные направления развития рынка ценных бумаг Кыргызской Республики в условиях интеграции и архиважности перехода к инклюзивной "зеленой" экономике.
6. предложить пути оптимизации управления государственным долгом и рынком государственных ценных бумаг в Кыргызской Республике;

7. дать прогнозные оценки инвестиционного климата в Кыргызской Республике до 2030 года;

8. определить экономически и экологический ракурс интеграционного процесса рынка ценных бумаг стран ЕАЭС в условиях интеграции и перехода к инклюзивной "зеленой" экономике.

Научная новизна диссертационного исследования заключается в следующем:

– на основе исследования теоретических, методологических основ функционирования рынка ценных бумаг в экономике проведен сущностно-дефинитивный анализ основных категорий и дано авторское определение дефиниции «рынок ценных бумаг» и «интеграция рынков ценных бумаг»;

– анализ организационных и правовых аспектов интеграционных процессов на рынке ценных бумаг позволил определить систему показателей интеграции фондовых рынков, правовые нормы функционирования рынка ценных бумаг в странах ЕАЭС;

– проведена диагностика рынка государственных ценных бумаг в Кыргызской Республике;

– определены тенденции развития рынка корпоративных ценных бумаг в Кыргызской Республике;

– детерминированы перспективные направления развития рынка ценных бумаг Кыргызской Республики в условиях интеграции;

– предложены способы оптимизации управления государственным долгом и рынком государственных ценных бумаг в Кыргызской Республике;

– 7.даны прогнозные оценки инвестиционного климата в Кыргызской Республике на период до 2030 года;

– обозначен экономический и экологический ракурс интеграционного процесса рынка ценных бумаг стран ЕАЭС для перехода к инклюзивной "зеленой" экономике.

Практическая значимость полученных результатов состоит в возможностях прикладного использования разработанных теоретических

положений и практических рекомендаций, составляющих инструментарий механизма регулирования рынка ценных бумаг. В работе содержатся рекомендации, направленные на развитие и повышение эффективности интеграции фондовых рынков стран постсоветского пространства. Основными из которых являются: реформирование системы регулирования интеграционного процесса, создание условий, способствующих углублению интеграции рынков ценных бумаг, решение задач повышения уровня развития фондовых рынков.

Выводы и заключения могут стать базой для разработки концепций и стратегий развития рынка ценных бумаг на уровне государственного регулирования.

Теоретический и практический материал диссертации полезен для использования в учебном процессе, при написании учебных и практических пособий и преподавании таких дисциплин как «Национальная экономика», «Макроэкономика», «Рынок ценных бумаг», «Мировая экономика и международные экономические отношения», «Демография», «Международные валютно-кредитные отношения» и др.

Экономическая значимость полученных результатов исследования заключается в разработке фундаментальной концепции, основанной на системном подходе к анализу структуры рынка ценных бумаг, конкретных новых оценочных показателях, применение которых позволит его комплексно исследовать.

Основные положения диссертации, выносимые на защиту:

– Теоретико - методологический анализ сущности рынка ценных бумаг показал, что он выступает в роли аккумулятора временно свободных капиталов инвесторов, является местом столкновения и реализации интересов продавцов и покупателей ценных бумаг, институционально оформляется в развитой рыночной экономике через способность адекватного реагирования финансовой системы на конъюнктурные колебания, регулирует потоки капиталов, обеспечивает их перелив из отраслей с низкой нормой прибыли в

отрасли с более высокой, и предоставляет потенциальным инвесторам широкие возможности для маневра, инвестирования средств в различные финансовые инструменты. Это определяет рынок ценных бумаг в качестве катализатора развития финансово-экономических отношений.

В авторской трактовке рынок ценных бумаг можно определить как совокупность субъектов, институтов, экономических отношений по поводу эмиссии и обращения ценных бумаг посредством перераспределения финансовых ресурсов для инвестирования.

В авторской трактовке термин «интеграция рынков ценных бумаг» можно определить как процесс усиления взаимодействия, взаимовлияния, сближения, взаимопроникновения и консолидации для упорядоченного взаимодействия субъектов, институтов, экономических отношений по поводу эмиссии и обращения ценных бумаг посредством перераспределения финансовых ресурсов.

– анализ организационных и правовых аспектов интеграционных процессов на рынке ценных бумаг позволил определить различия и общие черты правовых норм функционирования рынка ценных бумаг в странах ЕАЭС;

– на основе статистического анализа проведена диагностика рынка государственных ценных бумаг в Кыргызской Республике;

– определены тенденции развития рынка корпоративных ценных бумаг в Кыргызской Республике показало его позитивно развитие за исследуемый период и имеющийся потенциал;

– детерминированы макроэкономические факторы, определяющие развитие рынка ценных бумаг в Кыргызской Республике и перспективные направления его развития в условиях интеграции в ЕАЭС;

– предложены прогнозные оценки инвестиционного климата в Кыргызской Республике до 2030 года, на основе корреляционно-регрессионного анализа определены макроэкономические факторы, определяющие инвестиционный климат в республике и влияющие на

деятельность предприятий, обосновано перспективное сегментирование рынка ценных бумаг в Кыргызской Республике;

– экономический и экологический ракурс интеграционного процесса рынка ценных бумаг стран ЕАЭС позволил разработать модель интеграции рынка ценных бумаг государств-членов ЕАЭС для перехода к инклюзивной "зеленой" экономике.

Личный вклад соискателя. Автором изучен и обобщён достаточно большой массив научных и прикладных источников, исследующих теоретико-методологические и концептуальные подходы к предмету исследования. Исследование выполнялось на официальных материалах Министерства финансов КР, НБКР, Службы регулирования и надзора за финансовым рынком при Министерстве экономики и коммерции Кыргызской Республики, НСК КР, Кыргызской фондовой биржи, Евразийской экономической комиссии, ЮНКТАД и других с применением современных эконометрических методов количественного анализа и моделирования, диагностирующих индикаторов, позволяющих разработать широкий спектр предложений и рекомендаций.

Апробация результатов диссертации. Основные положения диссертации обсуждались на следующих международных и национальных форумах, семинарах, круглых столах и научно-практических конференциях: «Итоги науки в теории и практике 2021» (Москва, ЕНО, 2021г.); «Евразийская экономическая интеграция, проблемы и перспективы развития: цифровизации, управленческо-информационные; финансовые, мониторинговые, налоговые; учетно-аналитические, аудиторско-контрольные» (Турция, Аланья, 2021г.); «Экономическая безопасность государства как основной аспект национальной безопасности» (Бишкек, 2022г.); «Ценностные основания интеграционных процессов в Евразии» (Москва, 2024г.), «Зеленая экономика, менеджмент, наука и образование: вызовы и перспективы устойчивого развития в условиях глобализации и цифровой трансформации» (Бишкек, 2024 г.), «Кыргызстан в условиях глобальных экономических изменений: новые вызовы и возможности»

(Бишкек, 2024 г.), «IX International Scientific-Practical Conference “Quality Management: Search and Solutions” (Dallas (TX, USA, 2023); VIII International Scientific-Practical Conference “Integration of the Scientific Community to the Global Challenges of Our Time” (Kawasaki (Japan), 2023); VI International Scientific-Practical Conference “Innovative Processes Management in the Context of Education and Science Modernization» (Cologne (Germany, 2024); X International Scientific-Practical Conference "Prospects for the Development of Modern Science", (Stockholm (Sweden, 2025). и др.

Полнота отражения результатов диссертации в публикациях. Результаты диссертационного исследования опубликованы в 37 научных статьях, в том числе 28 статей опубликованы в изданиях, рекомендуемых НАК при Президенте КР, индексируемых базой РИНЦ.

Структура и объём диссертации. Структура диссертационной работы определена в соответствии с целями и задачами исследования, которая состоит из введения, перечня условных обозначений, пяти глав, заключения, практических рекомендаций и списка использованных источников. Общий объем работы составляет 290 страницы, включая таблицы и рисунки.

ГЛАВА 1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ И МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ОРГАНИЗАЦИИ И ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ .РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ В ЭКОНОМИКЕ

1.1. Экономическая природа рынка ценных бумаг

Исследование теоретических основ и сущности рынка ценных бумаг начнем с рассмотрения теорий классической экономической школы, представителями которой являются А. Смита, Дж. Ст. Милля, которые отдельно не рассматривали ценные бумаги, несмотря на то, что они уделяли серьезное внимание деньгам. Это объяснялось особенностями обращения денежно-кредитной системы в XVIII-XIX вв. А. Смит в своей работе «Исследование о природе и причинах богатства народов», отмечая, что «не являются испорченными и те знаки, которые выпускаются лицами и служат для размена в розничной торговле (если эти лица состоятельны и имеют возможность взять их обратно и дать взамен серебро)» [196], по сути, говорит об обращении ценных бумаг.

Исследование Н. Л. Роевой позволило предположить, что речь идет о знаках, имеющих форму, отличную от денег, представляющих собой денежный субститут, или заменитель денег и право на деньги [179]. Все эти предположения свидетельствуют о том, что при рассмотрении денег Смит затронул современное понятие ценной бумаги [196].

О неразработанности проблематики рынка ценных бумаг в конце XVIII в. свидетельствует выражение Дж. Ст. Милля: «Функции кредита вызывают такое непонимание и такую путаницу понятий, как никакой другой вопрос политической экономии». Исследуя положительное влияние кредита на экономику, Дж. С. Милль проводит разделение между производственным кредитом и кредитом «отдельно существующей покупательной силой, независимой от денег». В рамках последнего он рассматривает простой и переводной векселя, затрагивает причины увеличения количества векселей

Созданию рынка ценных бумаг предшествовал процесс увеличения объемов и концентрации капитала. Естественно-исторический процесс развития и усложнения экономической системы привел к разделению капитала на два основных вида: капитал-собственность и капитал-функция, превращая их в объекты для совершения сделок и формирования товарно-денежных отношений. Это не только создало рынок титулов собственности, но также способствовало появлению уникальных комбинаций капиталов. Эти комбинации возникли в результате объединения разнообразных капиталов, принадлежащих различным собственникам, и получили название акционерного капитала. Это название происходит от титулов собственности, известных как акции, которые являются отражением владения определенной долей ассоциированного капитала [71, 72].

Деление капитала, в свою очередь, не могло не изменить существующие экономические динамики в обществе. Появление капитала в форме собственности неизбежно породило новый класс товаров - титулов этой самой собственности.

Формирование ассоциированного капитала в виде акционерного оказалось мощным стимулом для продвижения производительных сил. Это открыло возможность быстрой концентрации и централизации капитала, неосуществимых для даже самых крупных индивидуальных капиталов, с целью реализации крупномасштабных проектов [79].

Отдельно стоит выделить роль денежного капитала в создании уникальной возможности ускоренной концентрации и централизации капитала, что привело к формированию общественного капитала. Такие капиталы организационно существуют в форме акционерных обществ.

В первой половине XIX века ведущие транспортные и металлургические компании в крупнейших капиталистических странах претерпели преобразование, становясь акционерными обществами. Это изменение осуществлялось через выпуск акций, включая первичные и последующие эмиссии, с целью привлечения инвесторов.

Карл Маркс подчеркивал, что централизация, завершая процесс накопления, предоставляет промышленным капиталистам возможность расширять масштаб своих операций. Рост размеров промышленных предприятий становится отправной точкой для превращения разрозненных и рутинных процессов производства в общественно комбинированные и научно направленные [136].

Акционерные общества, согласно Марксу, обеспечивают мгновенную возможность для строительства крупных объектов, таких как железные дороги, без необходимости ожидания, пока накопление доведет отдельные капиталы до достаточного размера. Централизация через акционерные общества решает эту проблему мгновенно [136].

Возникновение и развитие акционерного капитала указывают на то, что на определенном этапе развития капиталистических отношений частные промышленные капиталы оказываются неспособными обеспечить достаточные финансовые ресурсы для реального сектора. Акционерная форма финансирования становится ключевым инструментом для привлечения значительных средств без значительных затрат со стороны эмитента [136].

Рынок ценных бумаг является неотъемлемой частью государства с развитой экономикой. До недавнего времени в Кыргызстане такого понятия не существовало. В условиях формирования рыночной экономики значительную роль играет формирование рынка ценных бумаг.

Рынок ценных бумаг - это совокупность правил и механизмов которые позволяют вести операции по купле-продаже ценных бумаг (акций) [116].

Рынок ценных бумаг на сегодняшний день является одним из наиболее привлекательных инструментов для инвестирования. Поскольку доступ к работе на фондовом рынке получили как частные инвесторы так и спекулянты, данный вид деятельности активно развивается и предлагает хорошую возможность вложения денег [115].

Маркс иллюстрирует появление акционерных обществ как результат кредитных операций и подчеркивает их влияние следующим образом:

"Колоссальное увеличение масштабов производства и появление предприятий, недоступных для отдельного капитала. Такие предприятия, которые ранее были в сфере государственного владения, становятся общественными. Капитал, основанный на общественном способе производства и предполагающий общественную концентрацию средств производства и трудовых ресурсов, принимает форму общественного капитала, в отличие от частных предприятий. Это означает отмену капитала как частной собственности в рамках самого капиталистического способа производства [136].

Рудольф Гильфердинг, австрийский ученый, в своем труде "Финансовый капитал" анализирует развитие акционерного дела как мощного инструмента концентрации собственности в руках немногих крупных капиталистов. Важным аспектом для понимания быстрого распространения акционерной формы предприятий является его формулировка преимуществ акционерного общества перед индивидуальным предприятием в сферах привлечения дополнительных капиталов, ценовой политики, устойчивости при смене конъюнктуры, а также в отношении накопления прибылей и других аспектов [74].

Повышение мобильности капитала, обеспеченное свободным обращением акций акционерных обществ, предоставляет возможность привлекать практически неограниченные ресурсы в относительно короткие временные сроки. Это устраняет ряд ограничений, которые ранее могли препятствовать развитию капиталистического способа производства. Такие изменения создают предпосылки для нового этапа развития капиталистических отношений, не только благодаря появлению и распространению новых финансово-экономических механизмов, обеспечивающих расширенное воспроизводство, но и в контексте изменений в сфере отношений собственности [76].

В этой связи функции рынка ценных бумаг в большей мере соотносятся с функциями институтов, выделяемыми в теории кредита (банков и

банковской системы). К. Маркс, Ф.Энгельс, Р. Гильфердинг обращали внимание на функцию рынка ценных бумаг по мобилизации и перераспределению денежных ресурсов для направления их на развитие экономики. В частности Р. Гильфердинг указывал на информационную функцию фондового рынка, а также на функцию поддержания ликвидности.

Одним из первых исследований в этой области анализа социально-экономических основ фондового рынка стала работа Б.И. Алехина «Рынок ценных бумаг. Введение в фондовые операции», которая носила ярко выраженный описательный характер и содержала характеристику структуры рынка ценных бумаг в странах с развитым фондовым рынком. Особое внимание автор уделил перечислению видов ценных бумаг, механизму их купли-продажи [28].

Эрих Брегель, в своей работе "Первоначальное накопление капитала", выделяет, что индивидуальный капитал, принадлежащий отдельному капиталисту, ограничен по своим размерам и неспособен обеспечить организацию крупных предприятий, таких как строительство железных дорог, каналов, гигантских заводов и фабрик. В связи с этим возникает неотложная необходимость в объединении многих индивидуальных капиталов в рамках единого акционерного капитала [56].

Такое объединение предоставляет возможность совместного владения и контроля над значительными суммами капитала, что в свою очередь обеспечивает финансирование и реализацию масштабных инфраструктурных и промышленных проектов. Использование акционерного капитала становится ответом на ограничения индивидуального капитала и создает условия для осуществления крупных инвестиций и развития обширных производственных и инфраструктурных инициатив [51, 52, 55, 57].

Теоретические аспекты рынка ценных бумаг получили развитие в трудах Дж. М. Кейнса, английского экономиста, ставшего родоначальником кейнсианства. Пытаясь решить вопросы занятости, он вывел взаимосвязи, затрагивающие вопросы и рынка ценных бумаг. Путем проведения

фискальной или денежно-кредитной политики воздействовать на следующие факторы: M => i => I => AD => GNP => занятость [112].

На основе этой цепочки Дж. М. Кейнс более четко показывает взаимосвязь действительного и финансового капитала. Так как рынок ценных бумаг является частью финансового рынка, то наибольший интерес представляют показатели, вводимые Дж. М. Кейнсом для анализа. Действительный капитал представлен показателем – валовой национальный продукт, денежный рынок – денежная масса, а рынок капитала (в том числе и рынок ценных бумаг) – инвестиции и норма процента [112].

Одной из интерпретаций теории Кейнса является IS-LM модель, предложенная Дж. Хиксом в 1937 г., относительно которой сам Дж. М. Кейнс заметил, что ему нечего добавить в качестве критики. Кейнсианской теории был брошен вызов альтернативными макроэкономическими концепциями, в частности монетаризмом. М. Фридман стал интеллектуальным лидером монетаристской школы. Он положил начало эмпирическим и теоретическим исследованиям, показывающим, что деньги играют гораздо более важную роль в определении уровня экономической активности и цен, чем предполагала кейнсианская теория [46, 47].

В ракурсе методологических основ исследования рынка ценных бумаг значимость монетаризма заключается в том, что: во-первых, монетаристы начали проводить макроэкономические исследования с помощью корреляционных зависимостей; во-вторых, разработали предложения по достижению стабильного роста, имеющие практические результаты при двух основных условиях: первое – наличие конкурентной рыночной среды и ограничение разного рода искусственных монополий; второе – каналы передачи денежных средств в экономику должны не только работать, но и быть объектом статистических наблюдений и проходить эмпирическую проверку [40, 42, 44, 45].

Проведенный анализ подходов основных экономических школ, позволяет сделать вывод, что наиболее существенный вклад в разработку

отдельных теоретических аспектов рынка ценных бумаг внесли марксисты; сформировали систему показателей, составляющих основу макроэкономического анализа, впоследствии названного фундаментальным, и показали взаимосвязь рынка ценных бумаг с рынками благ и денег – кейнсианцы; неоинституционалисты определили, что, во-первых, рынок ценных бумаг – институт, исследование которого необходимо проводить в сравнении не с абстрактными моделями, а с аналогичными реально действующими, во-вторых, эффективность работы института (в данном случае рынка ценных бумаг) зависит не только от экономических, но и правовых аспектов, требующих исследования на микро- и макроуровнях. В современной экономической литературе присутствуют различные методологические подходы к рассмотрению рынка ценных бумаг. Называя свой подход общеэкономическим, Б. И. Алехин понимает рынок ценных бумаг как составную часть, подсистему рынка, где в качестве объекта купли-продажи выступает такой специфический товар, как ценные бумаги [28]. В этом случае рынок ценных бумаг представляется системой, которая вложена в общую социально-экономическую систему и выполняет в ней определенные функции. По сути дела автор основывает свое исследование на системной методологии.

С позиций К. Р. Макконела в новой институциональной теории рынок ценных бумаг определяется как институт, сводящий вместе покупателей и продавцов отдельных товаров и услуг. При таком взгляде рынок ценных бумаг видится как система институтов, из которых он состоит: участники обмена – эмитенты и инвесторы, брокеры-дилеры, являющиеся посредниками в обмене, институционально организованные рынки (фондовые биржи, внебиржевые торговые системы); рыночная инфраструктура – депозитарии, регистраторы, расчетно-клиринговые организации; механизм взаимодействия между ними – технологии рынка; и, наконец, сам товар – ценные бумаги [134].

Называя свой подход общеэкономическим, Б. И. Алехин понимает рынок ценных бумаг как составную часть, подсистему рынка, где в качестве

объекта купли-продажи выступает такой специфический товар, как ценные бумаги [28]. В этом случае рынок ценных бумаг представляется системой, которая вложена в общую социально-экономическую систему и выполняет в ней определённые функции.

В 1995 г. вышла в свет работа известного специалиста в области рынка ценных бумаг, экономиста Я.М. Миркина «Ценные бумаги и фондовый рынок», в которой описывался механизм формирования корпоративного рынка акций в результате акционирования российских предприятий. В ней была дана классификация ценных бумаг, обозначены основные функции, представлены теоретические основы анализа процесса становления и развития рынка ценных бумаг [146].

Механизм содействия обмену финансовыми активами путем сведения вместе покупателей и продавцов ценных бумаг», т. е. финансовый рынок отождествляется с рынком ценных бумаг. Дж. Ван Хорн отмечает: «Назначение финансовых рынков – эффективное распределение между конечными потребителями» [62].

Гражданский Кодекс Кыргызской Республики к ценным бумагам относит: «облигация, вексель, чек, банковский сертификат, банковская сберегательная книжка на предъявителя, коносамент, акция и другие документы, которые законом или в установленном им порядке отнесены к числу ценных бумаг» [2].

Абдынасыров У.Т. указывал, что к различным видам ресурсов, относящихся к капиталам, соответствуют определенные виды ценных бумаг. Так, например, по вопросам отношений земли характерны ипотечные ценные бумаги; недвижимости – акции, ипотека, жилищные сертификаты; товарной продукции – коносамент, обращающиеся складские свидетельства, обращающийся товарный фьючерсный контракт, товарный опцион; денег – облигация, нота, вексель, депозитный сертификат, чек, банковский кредит и т.д. [20, 21, 22].

Эсеналиева Э.С. провела исследование рынка государственных ценных бумаг в Кыргызской Республике, выявила его генезис и роль государственных ценных бумаг в структуре финансовых ресурсов государств [235].

Бектенова Д.Ч. определила финансовые механизмы экономического роста, касающееся и ранка ценных бумаг [43].

Аскарова А.К. считает, что для создания эффективных механизмов рынка ценных бумаг, обеспечивающих переток инвестиций в реальный сектор экономики, необходим комплекс мер нормативно-законодательного, организационного, экономического, политического, социально-психологического характера, направленный на создание динамично развивающейся устойчивой системы функционирования фондового рынка [33].

Профессор Джолдошева Т. Ю. исследовала закономерности интеграционных процессов в финансовом секторе ЕАЭС [84, 85].

В настоящее время количество трудов, посвященных рынку ценных бумаг, уже весьма значительно, в которых прослеживается исторические этапы становления рынка ценных бумаг.

В работах А.Б. Фельдмана, М.В. Кузнецова и др. отражены отдельные элементы механизма торговли государственными ценными бумагами, перспективы развития рынка государственных ценных бумаг [215, 126, 67, 119, 121, 123, 127]. Теория и практика фундаментального и технического анализа рынка ценных бумаг нашла свое отражение в работах М.М. Агаркова, И.С. Меньшикова, В.В. Ковалева и т.д. [24, 141, 115, 125, 129, 130]. Анализ деятельности профессиональных участников российского фондового рынка, образующих его инфраструктуру, – дилеров, брокеров, бирж, депозитариев и т.д. – осуществлялся такими авторами, как П.Ю. Бороздин, М.Ю. Алексеева и др. [52, 27, 53, 54, 59, 60, 61, 63, 64].

Ф.А. Гудкова, В.Т. Мусатова, исследовали проблему привлечения иностранных инвестиций в российскую экономику посредством механизма рынка ценных бумаг [79, 152]. Анализу законодательных основ

функционирования российского фондового рынка посвящены работы В.А. Галанова и А.И. Басова, Н.Т. Клещева в которых отмечались серьезные противоречия в механизме правового регулирования рынка ценных бумаг [70, 71, 72, 184, 218, 186]. Однако, исторический аспект данной проблемы в этих работах затрагивался лишь поверхностно. Большая часть литературы, в которой упоминается процесс становления рынка ценных бумаг, посвящена приватизации. Это работы Е.Т. Гайдара, А.Б. Чубайса, А.Д. Радыгина и др. в первую очередь различные варианты процесса приватизации, воспринимая рынок ценных бумаг лишь как частный, вспомогательный элемент этого процесса. Определенный интерес вызывают работы зарубежных экономистов, изучающих опыт реформ в России в начале 1990-х гг. Дж. Стиглиц, К. Флекснер, Й. Херрера, В. Андреффи др. отмечали высокую поспешность в проведении экономических реформ в России, которые проходили на неподготовленной почве [203, 217, 222, 31, 30, 35]. О российских ценных бумагах авторы упоминали в своих работах в рамках анализа процесса приватизации в целом. При этом, отмечая слабость нового российского рынка ценных бумаг, приватизацию «по-чубайсовски» они называли мошенничеством. Работы зарубежных авторов в основном имели обобщающий характер и были построены на общероссийском материале. В этой связи следует упомянуть работы российских авторов, также имевшие обобщающий характер и посвященные итогам экономических реформ в России [26, 34, 38, 68, 73, 77, 80, 81, 83]. В первую очередь, это работы С.Ю. Глазьева и С.Г. Кара-Мурзы, в которых авторы на основании большого статистического материала подводят итоги проведения либеральных экономических реформ в России, дают реформам критическую оценку и определяют деятельность реформаторов как преступную по отношению к российскому народу [108]. О ценных бумагах в этих работах также говориться только при описании процесса приватизации и формирования «пирамиды» государственных краткосрочных облигаций в рамках дефолта 1998 г. Данные

работы дают богатый статистический материал для анализа общеэкономической ситуации в стране, где в 1990-е гг. формировался рынок ценных бумаг [108].

Интерес к процессу становления и развития рынка ценных бумаг в России как к самостоятельной научной проблеме начал проявляться с середины 1990-х гг., когда по данной тематике были защищены первые диссертации (в основном эти диссертации защищались по специальности «финансы»). Среди данных работ следует отметить диссертации О.И. Мартыновой, А.Л. Кашина, А.П. Потемкина [137, 111, 170]. Они посвящены рассмотрению роли рынка ценных бумаг в формировании рыночных отношений в России и проблеме государственного регулирования рынка ценных бумаг. Внимание в этих работах уделяется истории становления рынка ценных бумаг в дореволюционной России, описывается процесс исчезновения ценных бумаг в СССР и затрагивается вопрос возрождения рынка ценных бумаг в начале 1990-х гг. в России. Изучение проблем истории отечественного рынка ценных бумаг активно началось сразу же после 1991 г., когда ценные бумаги перестали быть запретной темой для исследования. Из огромного массива публикаций по отечественной экономической истории необходимо выделить особо работы В.И. Бовыкина, А.М. Воловик и А.В. Семенкова, Ю.П. Голицына [48, 66, 76]. Данные авторы уделили пристальное внимание истории дореволюционного рынка ценных бумаг. Они создали периодизацию становления рынка ценных бумаг в дореволюционной России, но разошлись в мнениях при определении момента зарождения этого рынка.

Важным элементом историографии исследуемой темы стали работы Л.И. Бородкина и А.В. Коноваловой. Авторы, давно специализирующиеся на истории экономики, большое количество своих публикаций посвятили анализу различных аспектов истории рынка ценных бумаг в России начала XX в. Ими были исследованы история бирж в России, структура и факторы курсовой динамики биржевых индексов дореволюционной России и ряд других проблем. Они попытались раскрыть логику биржевой динамики в

России в первом десятилетии XX в., но при этом не затрагивали вопрос об истории современного отечественного рынка ценных бумаг [51, 118].

Особый интерес к изучению проблем экономических реформ современной России, в частности к истории приватизации и рынка ценных бумаг, со стороны историков проявился в начале 2000-х гг. В результате реализации ряда интересных исследовательских проектов в рамках данной тематики было защищено несколько диссертационных работ. Например, некоторые исторические аспекты приватизации были рассмотрены в диссертационных работах историков Г.Ф. Барковского и Ри Дон Хи (КНДР) приватизации отмечали важные социально-экономические итоги этих процессов, но региональные аспекты проблемы не исследовались.

Термин «ценные бумаги» связан в первую очередь с термином «документ». Ряд авторов (В. Белов, М. Агарков и др.) убеждены, что ценные бумаги являются именно документами, а понятие «ценные бумаги» воспринимает в буквальном смысле. Главной отличительной чертой ценных бумаг считается то, что при осуществлении гражданско-правовых сделок нет возможности передать лишь какую-то часть прав, при передаче ценной бумаги происходит переход всех прав, которые удостоверяются данной ценной бумагой [44, 24, 18, 29, 32, 37, 40, 49].

Обстоятельное и, вероятно, наиболее близкое к истине объяснение истории появления термина «фондовый рынок» дается одним из известным российским специалистом в области мировых финансовых рынков профессором Б.Б. Рубцовым. По его мнению, термин «фондовый рынок» происходит от французского fonds или английского аналога funds, что можно перевести на русский язык как денежный капитал. В этом случае непонятно, какое отношение к рынку ценных бумаг имеет фондовый рынок, поскольку исторически рынок денежного капитала зародился в виде рынка ссудного капитала, а уж затем, много позже, появились ценные бумаги [181, 182, 183].

По мнению Капелистой Н.Д., в качестве альтернативы можно было бы предложить несколько иное использование данных терминов. Так, под рынком ценных бумаг будет подразумеваться непосредственно рынок финансовых инструментов, который состоит из отдельных рынков в зависимости от вида ценной бумаги (рынок акций, рынок облигаций, рынок казначейских векселей, рынок производных ценных бумаг и др.). Тогда термин «фондовый рынок» будет означать систему функционирования рынка ценных бумаг, его инфраструктуру, профессиональных участников, правовые отношения, возникающие между сторонами, фондовые биржи, системы расчетов и исполнения обязательств, органы регулирования и надзора за рынком и т.д. [107].

Сравнивая сущностные характеристики ценных бумаг, следует отметить, что при прочих равных условиях облигации являются более гибким способом мобилизации капитала для эмитента и вложения средств для инвестора. Нет ограничений на облигаций, на характер их обращений (свободно обращающиеся и с ограничениями) и владения ими (именные). Они могут выпускаться как в купонной (процентной форме), так и без купона [109, 110, 111, 113, 122, 131, 133, 135].

Доход от инвестиций в акции основывается на получении дивидендов и разницы между ценой продажи и ценой покупки указанной ценной бумаги на рынке. И тот, и другой вид дохода являются прогнозными, оценочными величинами, размер которых эмитент гарантировать не может и, более того, не имеет права.

В отличие от акций, по облигациям эмитент не только может, но и обязан определить размер выплачиваемого дохода по ценной бумаге и обеспечить его выплату в установленный срок. При этом, беря на себя одинаковый риск, владельцы облигаций имеют преимущество перед акционерами [132, 135, 138, 139, 140, 142, 143, 147].

Иными словами, владельцы облигаций имеют первоочередное право на получение дохода по сравнению с акционерами. Что касается преимущества

облигации перед кредитом банка, то эмитент облигаций, как правило, привлекает денежные средства по относительно более дешевой цене.

Облигация представляет собой альтернативное банковскому вкладу вложение капитала, поэтому процент (доходность) по облигациям сравнивается не с процентом по банковскому кредиту, а с процентом по банковскому вкладу [197, 199, 200, 201, 202, 206, 207].

Привлекая средства в банк по одной цене, для того, чтобы оставаться кредитоспособными и прибыльными банки вынуждены размещать их по более высокой цене [120, 159, 165, 192, 195, 198].

В авторской трактовке рынок ценных бумаг можно определить как совокупность субъектов, институтов, экономических отношений по поводу эмиссии и обращения ценных бумаг посредством перераспределения финансовых ресурсов для инвестирования.

1.2. Методология исследования рынка ценных бумаг

Исследователи теории собственности выделяют две основных традиции в понимании собственности — континентальную и англосаксонскую. Первая считала необходимой концентрацию всех прав собственности на объект в руках одного владельца, рассматривая случаи рассредоточения правомочий среди нескольких лиц как феодальные пережитки. Ее классическим воплощением стал Кодекс Наполеона, где частная собственность провозглашалась не только «священной и неприкосновенной», но и «неограниченной и неделимой». В противоположность этому англосаксонская правовая традиция удержала многие институты феодального права, допуская, в частности, возможность раздробления собственности на какой-либо объект на правомочия нескольких лиц. Несомненно, вторая традиция отличается большей гибкостью и реализмом. Единое и неделимое право - не более чем идеальная конструкция, а в реальной жизни отдельные правомочия всегда

вступали в разнообразные сочетания и могли каждое по отдельности принадлежать разным лицам [135].

Англосаксонская традиция является в настоящее время преобладающей и берется за основу при кодификации права на международном уровне.

Ученые отмечают, что свойственные ей гибкость и пластичность больше отвечают сложным экономическим, социальным и политическим реалиям современного общества [114].

История развития отношений собственности существенно повлияла на экономическую структуру стран, что выразилось, с известной долей условности, в формировании двух базовых моделей акционерной собственности:

1. Англосаксонская модель: 20-30% акций иммобильны, формируют контрольные пакеты; 70-80% акций подвижны и являются объектом торговли на фондовом рынке;

2. «Континентальная» модель: 70-80% акций находятся в руках собственников и не торгуются на рынке, а 20-30% поступают на рынок и рассматриваются инвесторами как объект временного вложения средств [141].

Основное различие между моделями состоит в роли рынка акций. В первой модели он играет главную роль, во второй второстепенную.

Следующий качественный показатель, требующий рассмотрения - менталитет [138].

Частные инвесторы США и Великобритании характеризуются четкой приверженностью к риску, большим экономическим индивидуализмом, меньшей подконтрольностью государству и крупным компаниям. ЯМ. Миркин приводит исследования М. Вебера о том, что англосаксонская традиция, представленная протестантами, оказала основное и активное влияние на формирование финансового мышления, характеризующегося выраженным индивидуализмом, запретом на растрату времени, обязанностью

интенсивного труда, сбережением и приумножением средств как жизненная обязанность и опорой на средний класс [146].

Также принимается во внимание то, что США и Канада - страны иммигрантов, людей наиболее рискованных, способных самостоятельно действовать, что через поколения должно было отразиться на традициях, психологии и рыночном потенциале населения.

К особенностям японской модели экономического поведения относят: во-первых, стремление к иерархичности, традицию верности вышестоящим лицам (в государстве или бизнесе), ограниченную трудовую мобильность (система пожизненного найма), стремление к продвижению по вертикали внутри компаний или правительственных ведомств, а не по горизонтали (свободные профессии), меньшая приверженность риску. Во-вторых, желание быть опекаемым. 89% процентов японцев предпочитают руководителя, требующего работы сверх нормы, но при этом обеспечивающего дополнительную социальную защищенность (через опеку, вмешательство в частную жизнь) [148]. В-третьих, предпочтение интересов персонала интересам акционеров («корпорация - сообщество», «корпорация - семья», сохранение занятости и оплаты труда в ущерб дивидендам, значительные социальные выплаты, использование системы оплаты труда, в которой ее размеры гарантированно возрастают с возрастом работника). В-четвертых, выраженный коллективизм, подчинение более общественному, чем индивидуальному; склонность к самоограничениям (этика «честной бедности», самопожертвование делу), высокая норма сбережений населения и практицизм как черта японского характера.

Несмотря на различие религиозных традиций, многие существенные черты делают схожими модели экономического поведения населения Японии и Германии: практицизм, приверженность иерархичности, более низкая трудовая мобильность, чем в англосаксонской модели, стремление к социальной защищенности, меньшая приверженность риску, высокая норма сбережения населения.

По мнению одного из крупнейших германских исследователей в области ценных бумаг доктора фон Розена, одной из причин низкой насыщенности германского рынка акциями является «инвестиционное поведение частных инвесторов» [146].

В настоящее время существует 2 основные модели организации рынка ценных бумаг. Одна из них предусматривает господство на этом рынке коммерческих банков (в Германии, Японии, Франции). Другая является смешанной, то есть предусматривает активную роль как банковских, так и небанковских финансово-кредитных институтов (США, Великобритания). В тех странах, где на рынке ценных бумаг господствует ограниченное число коммерческих банков, деятельность которых подконтрольна центральному (национальному) банку и другим правительственным агентствами, государственное регулирование является более жестким [149, 152].

Государственное регулирование рынка ценных бумаг осуществляется в виде прямого вмешательства в его функционирование, а также в виде мер по косвенному воздействию на этот рынок. К направлениям прямого вмешательства относятся:

- весь комплекс законотворческой деятельности представительных органов по проблемам рынка ценных бумаг;

- постановления и распоряжения органов исполнительной власти по этим проблемам;

- меры, принимаемые другими государственными органами по введению новых и изменению старых положений и норм, касающихся деятельности рынка ценных бумаг. в основном – это лицензирование участников рынка ценных бумаг, ограничения и запрещения некоторых видов и совершение сделок, регистрация ценных бумаг [147, 150, 151, 153].

В систему рычагов косвенного воздействия входит:

– контроль за находящейся в обращении денежной массой и за объемом кредитов с помощью государственного влияния на ставки ссудного процента;

– налоговая политика государства;

– гарантий правительства по депозитам, кредитам, займам частного сектора;

– выход государства на рынки ссудных капиталов (выпуск казначейских векселей, среднесрочных и долгосрочных облигаций, эмиссия обязательств государственных учреждений создающий прямую конкуренцию в борьбе за кредиты между государством и корпорациями);

– внешнеэкономическая политика государства (регулирование операций с иностранной валютой, золотом, мероприятия по стимулированию экспорта);

– внешнеполитическая деятельность государства;

–развертывание и свертывание политических контрактов [149, 155, 157, 161, 167, 168].

Институциональное обеспечение (то есть система государственных органов, осуществляющих регулирование рынка ценных бумаг) возлагается либо на Министерство финансов, либо на государственные (центральные) банки и другие государственные органы

Регулирующие органы выполняют в основном 3 функции, направленные на защиту инвесторов от финансовых потерь. Это, во-первых, регистрация всех участников рынка ценных бумаг, которую, должны пройти как сами фирмы, работающие на рынке, так и все их сотрудники, непосредственно имеющие дело с ценными бумагами. Обычно регистрирующие органы получают право отказывать в регистрации, это будет служить защите интересов инвесторов. Во-вторых, это обеспечение всех субъектов экономики достоверной информацией. Оно достигается, прежде всего публикациями проектов эмиссии, содержащих полную, правдивую информацию о выпусках и эмитентах. Исключением является частное размещение ценных бумаг среди ограниченного круга лиц. Кроме того, эмитенты обязаны периодически публиковать финансовую отчетность, сведения об изменениях в составе руководящих лиц фирм. Наконец, на институциональных органах лежит функция контроля и поддержания правопорядка на рынке ценных бумаг. Уполномоченные на то органы могут проводить расследования любых

нарушений закона, применять административные меры в отношении виновных лиц, передавать дела в суд. Для этого они наделяются большими полномочиями, включая наложения ареста на денежные средства и ценные бумаги, изъятие документов. Кроме перечисленных мер государственного регулирования, важное значение в функционировании имеет внутреннее саморегулирование рынка [178, 179, 185, 193].

Методы исследования РЦБ подразделяются на технические, фундаментальные и анализ внутренней информации. Среди методов технического анализа на отраслевом уровне исследований наибольшее значение имеют следующие:

– анализ динамики средних цен ценных бумаг;

– анализ отраслевых биржевых индексов;

– метод экспертных оценок;

– эконометрическое моделирование [187, 191, 194, 205].

Объектами анализа являются следующие параметры РЦБ в отраслевом разрезе:

– деловая активность характеризуется числом сделок с ценными бумагами в данном секторе рынка, средним объемом одной сделки, соотношением номинальной и рыночной стоимости бумаг, тенденциями их динамики, неудовлетворенными спросом и предложением;

– рыночная коньюнктура измеряется соотношением спроса и предложения, уровнем и тенденциями котировок ценных бумаг, амплитудой их колебаний. Источниками информации являются регистрация сделок, котировки курсов акций, брокерская отчетность, данные специальных исследований.

Анализ динамики средних цен проводится на основе представительной выборки предприятий исследуемой отрасли.

Его целями являются выявление цикличности колебаний отраслевого рынка, оценка устойчивости и общих тенденций развития.

Для выявления цикличности рыночной коньюнктуры могут быть использованы следующие методы:

– графический;

– механическое сглаживание по принципу скользящей средней;

– статистические модели [208, 209, 210, 211 212, 213, 220].

Анализ отраслевых биржевых индексов широко применяется в зарубежной практике для оценки и прогнозирования конъюнктуры РЦБ.

В перспективе возможно использовать как популярные на мировом фондовом рынке индексы типа Доу-Джонса, отраслевые индексы системы НАСДАК, отраслевые индексы «Файненшл Таймс», так и самостоятельно рассчитанные специальные индексы российского РЦБ.

Методика расчета биржевых индексов может быть основана на исчислении простых средних величин движения курсов акций предприятий – представителей данной отрасли, а также на расчете средневзвешенных величин, где в качестве весов выступают чаще всего показатели базисной рыночной стоимости акций.

Для оценки состояния и прогнозов развития отраслевых РЦБ может применяться метод экспертных оценок на основе формализованных процедур типа Дельфи-метода или выведения рейтинговых показателей [221].

В странах с развитым РЦБ нередко применяется метод эконометрического моделирования рыночной ситуации на основе многофакторных регрессионных моделей. Однако в условиях нестабильного и неразвитого РЦБ в России его использование пока вряд ли целесообразно.

Фундаментальные методы изучения привлекательности сфер инвестиционной деятельности могут основываться как на результатах отраслевого технического анализа в форме их теоретической интерпретации, так иметь и самостоятельное значение [226].

Фундаментальный анализ:

Изучение финансовой отчетности компаний: анализ баланса, отчета о прибылях и убытках, отчета о движении денежных средств и пр.

Оценка экономических показателей страны: ВВП, инфляция, безработица, политическая стабильность и др.

Исследование отраслевых тенденций: анализ рынка, конкурентной среды, технологических инноваций и пр.

Оценка макроэкономической среды: международные факторы, влияющие на рынок, такие как мировые цены на сырье, обменные курсы, мировые финансовые кризисы и пр. [219].

Фундаментальный анализ включает изучение содержательной стороны деятельности отраслей и перспектив их развития, научно-технического уровня, конкурентоспособности, финансового состояния и т.д.

Ввиду того что мировой рынок ценных бумаг велик и накопился большой опыт в его исследовании, то следует рассматривать опыт зарубежных исследователей для применения в национальной практике.

Современными исследователями исследуется роль финансовой гибкости в предотвращении риска обвала цен на акции на вьетнамском фондовом рынке, с особым акцентом на пандемию COVID-19. Используя методы с фиксированным эффектом, системную GMM и квантильную регрессию на выборке из 645 вьетнамских компаний, котирующихся на бирже в период с 2011 по 2021 год, это исследование показало, что финансовая гибкость оказывает значительное влияние на предотвращение риска обвала цен на акции. Этот эффект усилился во время кризиса Covid-19. Кроме того, это исследование показало, что финансовая гибкость смягчила влияние кризиса Covid-19 на риск обвала цен на акции. Полученные результаты дают важные последствия для регуляторов компаний, акционеров и инвесторов, чтобы они могли реагировать на подобные будущие кризисы [252].

Технический анализ:

Использование графиков цен: анализ трендов, уровней поддержки и сопротивления, формаций свечей и пр.

Применение технических индикаторов: скользящие средние, RSI, MACD, стохастик и др.

Изучение объемов торгов: анализ объемов торгов для подтверждения трендов и формирования прогнозов [236].

Сентиментальный анализ:

Мониторинг новостей и событий: анализ влияния политических, экономических и социальных событий на рынок ценных бумаг.

Оценка настроений участников рынка: анализ опросов, отчетов аналитических агентств, социальных медиа и пр.

Квантовый анализ:

Применение алгоритмической торговли: создание и тестирование торговых стратегий с использованием математических моделей и алгоритмов.

Использование данных Big Data: анализ крупных массивов данных для выявления скрытых закономерностей и паттернов на рынке [237].

Фондовый анализ:

Исследование структуры инвестиционного портфеля: определение оптимального соотношения акций, облигаций, денежных средств и других активов.

Оценка степени риска: анализ волатильности ценных бумаг, корреляции между активами и применение методов диверсификации для снижения инвестиционных рисков.

Каждая из этих стратегий имеет свои преимущества и ограничения, поэтому часто инвесторы комбинируют различные методы анализа для принятия обоснованных инвестиционных решений [238].

Методология исследования рынка ценных бумаг включает набор простых Программ Perl, которые обеспечат доступ к системе электронной документации (EDGAR), используемой Комиссией по ценным бумагам и биржам США (SEC) для распространения важной для бизнеса информации [241].

Методология исследования связи ликвидности между рынками акций и казначейских облигаций основана определении двунаправленной причинно-следственной связи Грейнджера или связи опережения-запаздывания.

Влияние неликвидности акций на неликвидность облигаций согласуется с эпизодами направления к качеству или направления к ликвидности. Денежно-кредитная политика влияет на неликвидность. Факты указывают на то, что неликвидность облигаций действует как канал, через который шоки денежно-кредитной политики передаются на фондовый рынок. Эти эффекты наблюдаются при неликвидности облигаций различных сроков погашения и особенно выражены для неликвидности краткосрочных сроков погашения. В статье приводятся доказательства интеграции неликвидности между рынками акций и облигаций [246].

Влияние объявлений о легальной инсайдерской торговле на доходность акций. Инсайдеры должны объявлять о своих торговых намерениях заранее, а также после фактической торговли, в отличие от подавляющего большинства стран, где обязательным является только объявление после торговой сделки. Такая нормативная база позволяет проверить прогнозы теоретических моделей предварительного раскрытия информации. В соответствии с теоретической литературой мы обнаруживаем, что аномальная доходность велика и значительна после объявления перед сделкой, показывая, что рынок принимает во внимание информационное содержание намерения инсайдеров торговать. Кроме того, после объявления о фактическом совершении или отмене сделки не обнаружено существенного влияния на цену акций. Мы выступаем за внедрение политики предварительного раскрытия информации, поскольку она помогает снизить доходы, получаемые инсайдерами, лучше разделить прибыль с внешними сторонами и способствовать лучшему распространению информации [248].

Инсайдерская торговля была серьезной проблемой для фондовых рынков и защиты инвесторов. Чтобы избежать проблем информационной асимметрии, все страны ввели правила, обязывающие инсайдеров предоставлять информацию о продаже или покупке акций своих компаний. Было изучено влияние этих корпоративных объявлений на цены акций компаний технологического сектора Афинской фондовой биржи, используя

методологию анализа событий. Операции покупки не влияют на аномальную доходность акций и цены акций, тогда как операции продажи имеют положительный эффект до объявления и отрицательный после него. Можно предположить существование слабой формы рыночной эффективности, поскольку объявления не оказали существенного и постоянного влияния на цены акций и аномальные доходы [247].

Исследование влияния краткосрочности институциональных держателей блоков на инновации фирм по данным корейского рынка показывает как поведение институциональных держателей блоков влияет на инвестиции в исследования и разработки (НИОКР) в корейских фирмах. фирмы с более высокими иностранными краткосрочными пакетами акций тратят значительно меньше средств на НИОКР, чем другие фирмы. Эти результаты показывают, что, когда преобладают местные характеристики корейского рынка (т.е. преобладание фирм-владельцев-управляющих и слабое корпоративное управление), институциональный мониторинг неэффективен, и, таким образом, институциональные держатели блоков склонны сосредотачиваться на краткосрочной перспективе. В целом, на корейском рынке более сильный краткосрочный подход препятствует институциональному мониторингу и отрицательно влияет на инвестиции компаний в НИОКР [253].

Инновации в ликвидности положительно и значимо коррелируют между рынками акций и облигаций. Кроме того, дисбаланс заказов на фондовом рынке влияет на ликвидность облигаций и акций, даже после учета дисбалансов заказов на рынке облигаций. Оба результата предполагают существование общего фактора ликвидности на рынках акций и облигаций. Денежно-кредитные условия и потоки взаимных фондов рассматриваются как источники потока заказов и примитивные факторы, определяющие ликвидность. Денежная экспансия повышает ликвидность фондового рынка во время кризисов. Во время финансовых кризисов в фонды государственных облигаций США наблюдается более высокий приток, а в фонды акций —

более высокий отток, и эти потоки связаны с уменьшением ликвидности на рынках акций и облигаций. Исследование показало связь между «макро» ликвидностью, или денежными потоками, и «микро», или транзакционной ликвидностью [240].

Разработана основа для анализа степени финансовой трансмиссия между денежными рынками, рынками облигаций и акциями и обменными курсами внутри и между Соединенными Штатами и зоной евро. При этом цены на активы реагируют сильнее всего по отношению к другим шокам цен на внутренние активы, и что существуют также существенные международные вторичные эффекты как внутри классов активов, так и между ними. Результаты подчеркивают доминирование рынков США как основного двигателя мировой финансовой рынки: финансовые рынки США объясняют в среднем более 25% движений на финансовых рынках зоны евро, тогда как на рынки зоны евро приходится лишь около 8% изменений цен на активы в США. Международное распространение потрясений усилилась во времена рецессии и, скорее всего, изменилась за последние годы [243].

Международные межрыночные эффекты значительны как со статистической, так и с экономической точки зрения. Например, шоки краткосрочных процентных ставок в США оказывают существенное влияние на зону евро. Доходность облигаций и фондовых рынков фактически объясняют до 10% рыночных изменений общего объема облигаций еврозоны. Но передача потрясений происходит и в противоположном направлении, так в конкретные краткосрочные процентные ставки еврозоны оказывают существенное влияние на облигации США и фондовые рынки. В целом финансовые рынки США в среднем объясняют движения финансовых рынков более 25% еврозоны. в период 1989-2004 гг., тогда как на рынки еврозоны приходится 8% отклонения цен на активы в США [243].

Второй ключевой результат заключается в том, что почти во всех случаях прямая передача финансовых шоков внутри классов активов

существенно усиливаются, в основном более чем на 50%, через косвенные побочные эффекты через цены на другие активы. Например, коэффициент для

Прямое влияние шоков на доходность облигаций США на рынках облигаций еврозоны составляет 0,30, но оно возрастает до 0,48 с учетом косвенных последствий этих потрясений через другие активы США и еврозоны.

Профессор Rogers, описывает существо правовой конструкции: «Право на ценную бумагу не является требованием (claim) в отношении определенной вещи; речь идет о совокупности прав лица, которые он может осуществить в отношении посредника и его активов. Посредник обязан следить за тем, чтобы совокупность прав, заключенных в ценных бумагах (денежные требования, права участия в юридическом лице), принадлежала обладателю прав, и он мог осуществить такие права только при обращении к своему посреднику, исключая лиц, при посредстве которых такой посредник владеет имуществом». Таким образом, securities entitlement является разновидностью права собственности (property interest), объединяющей совокупность личных прав (in personam rights) в отношении посредника; в случае несостоятельности посредника, права инвестора имеют приоритет по отношению к правам

о

б

ы

ч

н

ы

х

к

р

е

д

и

т

о

права на ценные бумаги осуществляются и передаются путем совершения записей по счетам ценных бумаг у посредника. Один или несколько посредников оказываются между владельцем ценных бумаг и их эмитентом. В этом случае, чтобы определить локализацию ценных бумаг, необходимо «просмотреть» все цепочки посредников до уровня местонахождения эмитента, места ведения реестра или местонахождения сертификатов ценных бумаг, что может оказаться невыполнимым или, по крайней мере, затруднительным. Применение принципа «просмотра» (look-through approach) осуществимо, например, в случае учета ценных бумаг на незаменяемом/отслеживаемом («non-fungible/traceable accounts») счете, где права инвестора записаны на каждом уровне опосредованного держания плоть до

1.3. Эволюция развития и становления рынка ценных бумаг в мировой экономике

Появление ценных бумаг и совершение с ними разного рода финансовых операций имеет многовековую историю. Прообразом фондовых сделок являлся процесс обмена одной валюты на другую между торговцами на ярмарках.

В разных городах мира купцы со всего света вели оживленную торговлю своим товаром. Чтобы привести в соответствие денежные единицы разных стран, существовали меняльные конторы, владельцы которых обменивали деньги по текущему курсу за соответствующее комиссионное вознаграждение.

Вследствие роста торговли и увеличения числа заключаемых срочных сделок постепенно объектом финансовых операций стали долговые расписки-векселя. Вексель – это первая классическая ценная бумага, которая положила начало возникновению и развитию фондового рынка. Изначально сделки с

ценными бумагами совершались на товарных биржах и других оптовых рынках [232, 233, 234].

Родиной фондовой биржи официально считается бельгийский город Антверпен. Первые торги на этой бирже ценными бумагами состоялись в 1592 г. Начало эпохи великих географических открытий послужило толчком для формирования организованной торговли ценными бумагами и появления их новых классических типов.

Снаряжение морских экспедиций и крупных торговых караванов в страны Нового Света требовало значительных капиталовложений. Это повлекло за собой объединение купцов, судовладельцев, банкиров промышленников в своего рода товарищества с целью создания общего капитала.

Внесение пая оформлялось специальным документом, удостоверяющим право собственности на свою долю в общем капитале и право на получение части прибыли в случае удачи совместного предприятия. Этот документ получил название «акция», а товарищество стало именоваться акционерным обществом.

Активизация рынка фондовых ценностей и бурный рост биржевой торговли приходится на первую треть KVIII в. и последующие годы. Именно тогда образовались биржи во Франции, Великобритании, Германии и США. Число фондовых бирж быстро увеличивалось, и между ними формировались тесные взаимосвязи [228].

В конце KVIII – начале KIK вв. роль фондовой биржи в капиталистической экономике значительно возрастает. Идет процесс первоначального накопления капитала. В странах Европы и Америки появляются первые акционерные банки и промышленные корпорации, хотя тогда операции с ценными бумагами еще не оказывали существенного влияния на процессы, происходящие в экономике.

Фондовая биржа поэтапно входила в единую систему финансово-экономических отношений. Это происходило по мере роста промышленного

производства, развития торговли, кредитных отношений, строительства железных дорог и т. д.

Особенно широкое развитие получил рынок ценных бумаг в США. Если в континентальной Европе бизнесмены в основном предпочитали хранить свободные денежные средства на счетах в банках, приобретать страховку или недвижимость, то в Америке большинство предпринимателей инвестировало капитал в финансовые активы [234].

Таким образом, национальный фондовый рынок США заметно обогнал в своем развитии европейский, на нем сложился более совершенный механизм осуществления финансовых операций, и в настоящее время он по праву считается наиболее организованным и демократичным рынком ценных бумаг

Рынок ценных бумаг в Кыргызской Республике, как часть мирового фондового рынка еще находится в стадии становления. Фондовый рынок как сегмент финансового рынка в своем формировании и развитии обычно проходит несколько стадий, на которые уходит несколько десятилетий:

Стадию оживления, когда в обороте фондового рынка участвует небольшое количество ценных бумаг, а сделки заключаются ограниченным числом субъектов.

Стадию манипуляций - сделки носят случайный, а не массовый и постоянный характер, а также они часто противоречат тенденциям, доминирующим на других рынках.

Стадию спекулятивной игры, характеризующуюся постоянным недостатком доступной информации, а также отсутствием добросовестности и платежеспособности контрагентов.

Стадию зрелости, когда рынок ценных бумаг является спектром состояния всей экономики и полностью реализует свои функции [234].

Все рынки ценных бумаг, существующие в странах с развитой рыночной экономикой, прошли через упомянутые стадии своего развития. По этому пути проходят и все формирующиеся рынки ценных бумаг.

Кыргызстаном, как и другими формирующимися рынками ценных бумаг стран с переходной экономикой, часть из этих стадий уже пройдена, но ни один из этих рынков еще не достиг наивысшей стадии, и главной перспективной целью в области дальнейшего развития рынка ценных бумаг для этих стран должно стать достижение стадии зрелости фондового рынка, вместе с тем, очевидно, что до достижения ими этой стадии пройдет еще немалый период времени.

С 90-х годов, в связи с началом радикальных экономических реформ в России началось возрождение национального рынка ценных бумаг. В своем начальном развитии современный российский рынок ценных бумаг прошел несколько этапов40, каждый из которых находился в тесной взаимосвязи с экономическим и политическим развитием государства.

Первый этап (1990 - 1992 годы) характеризуется созданием начальной инфраструктуры рынка ценных бумаг, а также появлением первичной нормативной базы его функционирования.

На первом этапе началось активное формирование многочисленных бирж, появление первых открытых акционерных обществ и инвестиционных компаний. На этом этапе появляются первые элементы институциональной структуры: первые открытые акционерные общества, выпустившие акции в открытую продажу; начало биржевой торговли государственными облигациями, появление сети бирж и начало функционирования инвестиционных компаний [230].

В качестве ключевых моментов второго этапа (конец 1992 - 1994 годы) становления рынка ценных бумаг можно представить процесс массовой приватизации и формирование рынка государственных ценных бумаг, занявшего, в дальнейшем, крупнейший сегмент фондового рынка, что стало важнейшим фактором для дальнейшего развития рынка ценных бумаг [225].

Большой пробел в составе участников фондового рынка - явная малочисленность инвестиционных банков. В наиболее развитых фондовых системах именно инвестиционные банки играют доминирующую роль на

рынке. Так основой американского рынка ценных бумаг являются не брокерские фирмы, а крупные инвестиционные банки. Специфические функции инвестиционных банков - ориентация на долгосрочные кредиты и вложения в акции и облигации предприятий небанковского сектора, содействие реструктуризации предприятий - зафиксировалась за крупными универсальными банками в ущерб другой основной их функции расчетно-ссудной.

Ценные бумаги – необходимый атрибут нормального товарооборота. Будучи товаром, ценные бумаги способны сами по себе служить как средством кредита, так и средством платежа, эффективно заменяя наличные деньги. Переход к рыночной экономике и процесс формирования рынка ценных бумаг потребовали возрождения и использования всего многообразия рынка ценных бумаг. При этом появилась потребность в четком правовом оформлении ценных бумаг и их оборота, при отсутствии которого их использование невозможно [223].

В операциях с ценными бумагами принимают участие различные субъекты рынка – юридические и физические лица. Среди юридических лиц, участвующих в обороте ценных бумаг, можно выделить предприятия - акционерные общества, фондовые биржи и коммерческие банки.

Изучение истории возникновения и развития инфраструктуры рынка ценных бумаг может быть весьма полезным для облегчения понимания процессов, происходящих на рынке ценных бумаг в настоящее время.

В экономике рыночного типа одним из необходимых атрибутов является наличие развитого рынка ценных бумаг как механизма перераспределения свободных финансовых ресурсов и накоплений внутри страны посредством выпуска и обращения ценных бумаг. Рынок ценных бумаг, как и любой другой рынок, представляет собой систему экономических отношений по поводу купли-продажи, где сталкиваются спрос и предложение, определяется цена, а в качестве товара на таком рынке выступают ценные бумаги. Это институт, сводящий вместе покупателей и продавцов. Рынок ценных бумаг входит в

структуру финансового рынка как составная часть, объединяя сегменты денежного рынка и рынка капиталов. Он, являясь одной из составляющих рыночной экономики, имеет возможности через свои механизмы мобилизовать инвестиционные ресурсы в целях экономического роста, инновационной деятельности, освоения новых производств. На рынке ценных бумаг происходит перераспределение капиталов между отраслями и сферами экономики, между территориями и странами, между различными слоями населения [223].

В настоящее время рынок ценных бумаг становится структурообразующим фактором финансового рынка. Во многих странах мира наблюдается относительное сокращение доли банков в совокупных активах финансовых учреждений, связанных с рынком ценных бумаг, параллельно произошло повышение роли эмиссии ценных бумаг в финансировании предприятий и государства и уменьшение роли банковского кредита. Банковские кредиты составляют всего 25 % средств, привлеченных промышленными компаниями и правительствами во всем мире. В последнее время наблюдаются процессы секъюритизации, то есть повышение роли ценных бумаг, как формы заимствований на финансовых рынках.

Мировой опыт стран с переходной экономикой показывает, что организация деятельности рынка ценных бумаг в различных странах исторически наряду с общими закономерностями и принципами приобретала специфические черты. Формирование рынков ценных бумаг развитых стран происходило в течение длительного периода, испытывая на себе влияние различных факторов развития экономической и правовой системы государства [227].

В экономически развитых странах выделяется два типа рынка ценных бумаг – банковский и биржевой, которые представляют собой две разные модели рынка ценных бумаг. Англосаксонская модель - это биржевой рынок с доминированием небанковских инвесторов и упором на операции с акциями. Европейско-континентальная (германская) модель – банковский рынок с

доминированием на нем кредитных учреждений и упором в основном на операции с государственными ценными бумагами.

В большинстве развитых стран организована многоуровневая система депозитарного обслуживания. Высший уровень представлен центральным национальным депозитарием. Национальные центральные депозитарии существуют в большинстве развитых финансовых рынков мира, например, Sicovam во Франции, SegaInterSettle (SIS) в Швейцарии, Depository Trust Company of New York (DTC) в США. Низший уровень составляют так называемые клиентские депозитарии, оказывающие весьма широкий перечень розничных депозитарных услуг широкому кругу клиентов, а в современных условиях способные оказывать интегрированные банковские услуги К числу международных центральных депозитариев относятся, например, Clearstream Banking в Люксембурге, SegaInterSettle (SIS) в Швейцарии и Euroclear Bank в Брюсселе. В литературе для обозначения этих структур используются английские названия — Central Securities Depository (CSDs) и International депозитариев особенно велика в обеспечении расчетного механизма поставки ценных бумаг против платежа Delivery Versus Payment (DVP), при котором ценные бумаги обмениваются на соответствующее возмещение (ценные бумаги, деньги) одновременно путем проведения записи по счету. Этот механизм значительно уменьшает кредитный (компенсационный) риск, когда продавец поставляет ценные бумаги до получения оплаты или покупатель платит деньги, не получив взамен ценные бумаги [234].

В качестве примера можно привести Eurobonds, когда эмитент выпускает сертификат global note на предъявителя и помещает его в сейфы общего депозитария common depository, который действует по поручению международных центральных депозитариев, таких как Euroclear Bank и Clearstream Banking Luxembourg, которые в своих книгах (записях по счетам депо) отражают права клиентов на облигации соответствующего выпуска.

В практике большинства развитых государств при опосредованном держании большая часть государственных ценных бумаг, а также ценных бумаг частных компаний, оказывается иммобилизованной (обездвиженной) и частично дематериализованной в центральном национальном или центральном международном депозитарии. Дематериализация, иммобилизация (обездвижение) ценных бумаг являются звеньями одной цепи, элементами тенденции развития финансовых рынков, стремящихся минимизировать издержки, связанные с обращением ценных бумаг. Хозяйственный оборот постоянно стремится сократить время, необходимое для перехода прав на ценные бумаги. «Именно для этого оборот пожертвовал сначала документом (ценная бумага как бумага), затем распространил на все большее количество ценных бумаг правовой режим, фактически приравнявший их к бездокументарным ценным бумагам (предъявительские и именные документарные ценные бумаги с обязательным централизованным хранением, или обездвиженные ценные бумаги), наконец, он подошел к необходимости существенной перестройки системы учета прав на ценные бумаги (опосредованное держание ценных бумаг). При этом подобное движение наблюдается во всех без исключения правопорядках, в которых получают развитие организованные рынки ценных бумаг» [234].

В США в большинстве случаев в реестрах акционеров крупных компаний, акции которых котируются на Нью-Йоркской фондовой бирже, в качестве номинального акционера зарегистрирован единственный nominee DTC — компания CEDE&CO [234].

Иммобилизация ценных бумаг при опосредованном держании достигается путем использования двух различных техник. В первом случае это коллективное хранение, когда ценные бумаги, выпущенные в документарной форме, в режиме (общего) заменяемого счета («omnibus account/fungible account») помещаются на хранение в депозитарии, которые могут хранить их самостоятельно или передать на хранение в центральные депозитарии. Во втором случае эмитент выпускает только один глобальный сертификат10,

представляющий всю совокупность прав всех ценных бумаг этого выпуска. При документарной форме выпуска предъявительских или именных ценных бумаг материальные носители, подтверждающие или представляющие ценные бумаги, хранятся в сейфах центральных депозитариев. Права индивидуальных владельцев (individual holders) на ценные бумаги или в отношении этих ценных бумаг могут удостоверяться и учитываться только в форме записи по счетам («book-entry-only», или BEO), ведущихся в депозитарии или у другого посредника. При бездокументарной форме все ценные бумаги соответствующего выпуска сразу же записываются в книги центрального депозитария на счета депо уполномоченных посредников, действующих в своем интересе или в интересах своих клиентов. При этом именные ценные бумаги, находящиеся в центральном депозитарии, регистрируются в реестре владельцев ценных бумаг на центральный депозитарий или на номинального д

е Таким образом, при опосредованном держании первый (высший) у уровень представлен центральным международным и центральным ж национальным депозитариями ценных бумаг, в книгах которых (записями по а счетам депо) иммобилизуются и группируются огромные блоки ценных бумаг т различных эмитентов из разных государств. Следующий уровень представлен о ограниченным количеством финансовых институтов, посредников, других п профессиональных инвесторов, у которых существуют прямые договорные я отношения с центральным депозитарием (участники центрального депозитария).

ц Права на ценные бумаги участников центрального депозитария р регистрируются на счетах депо, ведущихся в нем. В свою очередь его у участники ведут счета ценных бумаг своих клиентов — институциональных и инвесторов, частных лиц, других посредников до тех пор, пока р индивидуальный инвестор не будет записан у своего непосредственного а посредника в качестве владельца (собственника) ценных бумаг. В этом случае инвестор владеет ценными бумагами через цепочку посредников, которые

с

н

я

Подавляющее число операций с ценными бумагами — передача в собственность ценных бумаг или установление ограниченных, в том числе обеспечительных прав — производится путем совершения проводок по счетам ценных бумаг (счетам депо). Ни виртуальной, ни материальной передачи ценных бумаг не происходит. Если депозитарии и инвесторы находятся в разных странах, то возникает вопрос об определении права, применимого к отдельным аспектам сделок, совершаемых по указанию владельца счета ценных бумаг, которые учитываются (хранятся) в депозитарии, а также п

о Процессы дематериализации и иммобилизации ценных бумаг у посредника, глобализация обращения ценных бумаг, значительное увеличение числа операций с ценными бумагами потребовали разработки новых подходов в правовом регулировании обращения ценных бумаг на национальном и на международном уровнях. Однако в большинстве стран, где существует современная система опосредованного держания, правовое регулирование обращения ценных бумаг (в том числе и коллизионное) продолжает основываться на классических традициях регулирования движимых материальных вещей. Определение природы прав на ценные бумаги, учитываемые записью на счете, имеет принципиальное значение для наиболее адекватного коллизионного регулирования вопросов, связанных с т

р Базовая правовая модель регулирования права собственности на ценные бумаги в системе прямого (непосредственного) держания предполагает, что собственник предъявительских ценных бумаг является их непосредственным владельцем. В случае с именными ценными бумагами имя (наименование) собственника ценных бумаг зарегистрировано в реестре владельцев ценных бумаг. «В рамках системы косвенного (опосредованного) держания скорее учет ценных бумаг, чем бумажный сертификат, является источником права инвестора». Эффективность системы опосредованного держания достигается

и

о

к

тем, что большинство центральных депозитариев и других посредников предпочитают отражать права на ценные бумаги своих клиентов не на отдельных счетах, а на общем счете, где однородные ценные бумаги с

м В соответствии с классическими принципами, применяемыми как в еистеме общего права, так и в системе цивильного права и имеющими своим истоком римское право, лицо, передающее на хранение свое имущество, сохраняет все права единоличного собственника, пока такое имущество не будет смешано с однородным имуществом хранителя или других аоклажедателей.

ю Смешение (commingling) однородных вещей, принадлежащих разным собственникам, может привести к двум последствиям, которые зависят от условий осуществления хранения: хранитель становится собственником принятых на хранение вещей с возложением на него обязанности возвратить лишь такое же количество вещей того же рода и качества; или возникают отношения сособственности на объединенный пул заменимых вещей. Для некоторых зарубежных правопорядков характерен подход, рассматривающий отношения, возникающие в связи с принадлежностью ценных бумаг, учитываемых записью на счете у посредника (в депозитарии), как вещно-правовые. В Германии Закон о хранении и приобретении ценных бумаг (Depotgesetz) от 11 января 1995 г.14 устанавливает различие между единоличной собственностью в случае учета ценных бумаг на отдельных счетах ценных бумаг, и правом, вытекающим из отношений собственности, на объединенный пул ценных бумаг, учитываемых в специальных книгах, если подобные ценные бумаги не обособлены на отдельном счете и смешаны с однородными ценными бумагами. Закон Бельгии № 62 от 10 ноября 1967 г. об обращении ценных бумаг (с изменениями, внесенными законами от 7 апреля 1995 г. и от 10 марта 1999 г.) рассматривает право владельца ценных бумаг, отраженных на счете у посредника, в качестве сособственника на часть

Пул поддерживается посредником от имени группы всех сособственников, независимо от того, где находятся единичные ценные бумаги или смешанные массы однородных ценных бумаг. В соответствии со ст. 10 вышеуказанного Закона за сособственником признается право на виндикационный иск (rei vindicatio) в отношении ценных бумаг, учитываемых записью на счете, от соответствующего посредника в случае банкротства последнего.

В Великобритании концепция признания вещного права (сособственности) за лицом, ценные бумаги которого отражены на счете, базируется на традиционной конструкции траста. Индивидуальные инвесторы являются сособственникамибенефициарами объединенного пула ценных бумаг, который в качестве доверительного собственника (trustee) держит непосредственный посредник в интересах своих клиентов16. В Люксембурге действует Закон от 1 августа 2001 г. «Об обращении ценных бумаг и других заменимых инструментов» (La loi Concernant la circulation de titres et d’autres i

n Закон вводит специальное правовое регулирование «ценных бумаг или s любых других финансовых инструментов, помещенных на хранение или t зачисленных на счет ценных бумаг в депозитарии, которые объявлены или s являются заменимыми ценными бумагами, документарными или b бездокументарными, на предъявителя, именными или ордерными, e выпущенными в Люксембурге или в другом государстве, в любой форме, e предписываемой законом такого государства. Ценные бумаги и финансовые инструменты считаются заменимыми, если они ценные бумаги помещены на k хранение или зачислены на счет ценных бумаг в депозитарии без указания s номера или каких-либо иных идентифицирующих обозначений» (ст. 1). Если иное не предусмотрено в законе «депонент обладает теми же правами в t отношении ценных бумаг или иных финансовых инструментов, как если бы o

n

g

i

b

Другими словами, депонент сохраняет исключительное право собственности на ценную бумагу, которое позволяет ему пользоваться и распоряжаться своим имуществом, исключая любое другое лицо. Однако право депонента определяется Законом как «вещное право бестелесной природы на неделимый пул однородных ценных бумаг» (ст. 6). За депонентом признается право на виндикационный иск в отношении депонированных ценных бумаг от депозитария лишь в случае открытия в отношении последнего процедуры несостоятельности. В этом случае депозитарий обязан вернуть ценные бумаги «того же рода и качества без учета их номеров или каких-либо иных идентифицирующих обозначений» (ст. 5). «На ценные бумаги, помещенные в депозитарии в режиме заменимых вещей, в смысле Закона от 1 августа 2001 г. не распространяется правовой режим иррегулярного хранения, при котором депонент становится обычным кредитором депозитария». В Швейцарии, несмотря на особую роль этой страны в функционировании международного финансового рынка, до сих пор сохранилось традиционное правовое регулирование обращения ценных бумаг, выпускаемых в материальной форме. Однако с возникновением системы опосредованного держания ценных бумаг в практике extra jure и доктрине сформировались новые правовые концепции понимания природы прав на п

о Документарные ценные бумаги, иммобилизованные в центральном депозитарии, а также ценные бумаги, существующие в виде нематериальных ценностей (прав-ценностей — фр. droits-valeurs в терминологии швейцарского права) в книгах (регистрах) эмитента или национального центрального депозитария, стали обозначаться термином «titres intermedies» (опосредованные ценные бумаги). Данная концепция получила свое правовое обоснование вначале в доктрине и в практике, затем была закреплена в проекте федерального Закона о хранении и передаче прав на опосредованные ценные б

у

м

а

г

Статья 4 проекта дает определение этого нового правового института: «1. В смысле настоящего закона опосредованные ценные бумаги — это долговые требования в отношении эмитента, а также права участия в юридическом лице, учитываемые в режиме общего (заменяемого) счета, которые: зачисляются на счет ценных бумаг, которыми может распоряжаться владелец счета в соответствии с положениями настоящего закона; и имеют правовое значение в отношении посредника, а также в отношении любого третьего лица; они не подлежат изъятию другими кредиторами посредника. 2. К опосредованным ценным бумагам в смысле настоящего закона приравниваются любые иностранные финансовые инструменты и любые права на такие финансовые инструменты и выполняющие в силу этого иностранного закона подобные функции». Квалификация опосредованных ценных бумаг sui generis позволяет установить новый единый правовой режим как в отношении ценных бумаг в документарной форме, так и для так называемых прав-ценностей, если они имеют характеристики и выполняют ф

у Планируется внести соответствующие изменения в пятую часть нШвейцарского Обязательственного Закона (далее — ШОЗ), посвященную регулированию обращения ценных бумаг. Новый проект ст. 973a ШОЗ предусматривает, что депозитарий имеет право хранить заменяемые ценные бумаги, принадлежащие инвесторам в режиме коллективного хранения. Эмитент наделяется правом осуществлять эмиссию ценных бумаг путем выпуска одного глобального сертификата, представляющего все ценные бумаги данного выпуска (проект ст. 973b ШОЗ), или вовсе отказаться от выпуска документарных ценных бумаг и заменить последние на права-ценности, зарегистрированные в центральной (головной) книге депозитария (

д Швейцарская доктрина создала особую правовую конструкцию усмягченной» общей собственности — каждый участник совместной собственности вправе требовать выдела своей доли из общего имущества без

м

к

т

согласия или содействия других лиц, соответствующую такому количеству ценных бумаг того же рода и качества, как и ранее приобретенные инвестором.

В случае хранения ценных бумаг в режиме коллективного хранения, в случае эмиссии одного глобального сертификата, представляющего все ценные бумаги данного выпуска, инвесторы обладают правом на долю в общей собственности на ценные бумаги одного вида. В случае выпуска прав-ценностей инвесторы имеют в отношении эмитента лишь обязательственные права, представленные правами требования. Проект швейцарского Закона предусматривает следующие этапы создания новой правовой конструкции — опосредованных ценных бумаг: вначале документированные ценные бумаги или глобальные сертификаты помещаются на хранение в депозитарий, права-ценности регистрируются в головной книге депозитария; затем права, о

т После совершения этих двух операций ценные бумаги оказываются в системе опосредованного держания, следовательно, к ним начинает применяться правовой режим, предусмотренный проектом федерального Закона о хранении и передаче прав на опосредованные ценные бумаги В США регулированию обращения инвестиционных ценных бумаг (investment securities) посвящена ст. 8 Единообразного торгового кодекса. Помимо закрепления ключевых понятий, таких как «посредник» (securities intermediary), «ценные бумаги» (securities) и «счет ценных бумаг» (securities account) ст. 8 ввела новую правовую конструкцию «право на ценные бумаги» (securities entitlement). В соответствии с этой концепцией инвестор не обладает правом собственности на конкретную ценную бумагу, находящуюся на хранении в депозитарии. Скорее он обладает некой совокупностью прав в о

ГЛАВА 2. ОРГАНИЗАЦИОННО-ПРАВОВЫЕ АСПЕКТЫ ИНТЕГРАЦИОННЫХ ПРОЦЕССОВ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ

2.1. Интеграция рынка ценных бумаг как фактор устойчивого экономического роста

Одной из тенденций современного экономического развития является интеграция. Несмотря на достаточно широкое использование термина «экономическая интеграция», не существует единства в его трактовке. Изучение и анализ определений, встречающихся как в зарубежных, так и российских источниках информации, позволил выявить наиболее полное и приемлемое для целей данной работы, сформулированное Ю.В. Шишковым. Кроме того, были сделаны выводы о принципиальной разнице понятий «интеграции», «интернационализации» и «глобализации», которые, однако, отождествляются некоторыми учеными. Все это позволило более обстоятельно подойти к вопросу формулирования определения более частного процесса - интеграции рынков ценных бумаг. Интеграция фондовых рынков представляет собой процесс переплетения капитала участников и объединения в единое целое разрозненной инфраструктуры рынков ценных бумаг стран одного региона путем усиления их взаимодействия и взаимовлияния, сближения и взаимопроникновения [40].

Изучение эволюции процесса интернационализации фондовых рынков позволило выявить момент зарождения интеграции (начало 90-х XX в.), который приходится на второй период усиления интернационализации (с конца 70-х XX в.) и связан с созданием ЕС и формированием единого финансового пространства в Западной Европе. В результате ретроспективного анализа развития интеграции стало понятно, что она развивается одновременно как стихийный рыночный процесс (под влиянием интересов основных участников) и в то же время как сознательно регулируемый [230].

Кроме того, проведенный обзор развития интернационализации и преемственность процессов интернационализации и интеграции позволили сделать вывод о наличии цикличности в их развитии.

Существует ряд факторов, которые способствуют развитию интернационализации и зарождению интеграции на рынках ценных бумаг. Все факторы можно объединить в несколько групп: историко-культурные, общеэкономические, экономико-регулятивные и научно-технические.

Интеграция рынков ценных бумаг включает в себя две составляющие: интеграцию участников и интеграцию инфраструктуры рынков. Интеграция участников рынков заключается в переплетении их капиталов. Практически это реализуется путем создания условий для свободного доступа на соседние рынки как эмитентов, так и инвесторов. Причем, для эмитента существуют два способа выхода на зарубежный рынок: размещение ценных бумаг через учрежденное в стране осуществления эмиссии дочернее предприятие / филиал или обращение национальных ценных бумаг на зарубежном рынке либо напрямую при наличии установленного взаимодействия между национальными и зарубежными инфраструктурными организациями, либо через использование специальных финансовых инструментов (депозитарные расписки) или международных облигаций (еврооблигации) [50].

Инвестирование в зарубежные финансовые инструменты осуществляется либо через использование специально созданной инфраструктуры с корреспондентскими отношениями между странами, либо через национального посредника, открывшего свое дочернее общество за рубежом, либо путем учреждения самим инвестором дочерней компании за рубежом с целью инвестирования в местные бумаги с использованием инфраструктуры местного рынка [82].

Интеграция участников невозможна без создания для этого условий путем установления взаимодействия и интеграции на уровне инфраструктуры фондовых рынков. Причем в процесс интеграции вовлекаются все ее

составляющие системы (регулятивная, информационная, посредническая и сервисная).

Для оценки процесса интеграции рынков ценных бумаг можно использовать прямые и косвенные показатели. Прямые позволяют непосредственно установить факт взаимопроникновения и сращивания рынков и оценить степень интеграции, однако их расчет затрудняется отсутствием консолидированных источников информации, сбор которой требует значительных усилий. Косвенные показатели менее точны, но более удобны, они основываются на оценке некоторых существенных последствий интеграции, которые отражают уровень развития этого процесса [87].

В качестве примера интегрированного рынка был рассмотрен рынок ценных бумаг Евросоюза. Анализ опыта интеграции рынков ценных бумаг ЕС позволяет сделать следующие выводы.

Интеграция европейских фондовых рынков осуществляется в основном за счет регулятивной системы. Главными инструментами европейской интеграции выступают гармонизация и стандартизация. Гармонизация законодательства по фондовым рынкам осуществляется путем принятия на уровне Еврокомиссии директив, которые постепенно совершенствуются и заменяются новыми с целью соответствия меняющимся условиям. Так, на смену директивам, заложившим основы единого регулирования, в 2000-е гг. были приняты новые. Основными документами, регулирующими фондовый рынок ЕС в настоящее время, являются: Директива о проспекте, Директива о прозрачности, Директива о рынках финансовых инструментов (N№10), Директива о злоупотреблениях на рынках [89].

В настоящее время европейское сообщество сосредоточено на либерализации существующих директив: постепенно сокращается объем устаревших формальностей, планируется сократить объем регулирования, приходящегося на долю постановлений и директив, что увеличит роль рекомендаций и рамочных актов.

Однако, несмотря на все принимаемые меры, на уровне существующего законодательства по-прежнему остается ряд проблем. Они связаны с наличием ряда противоречий применения некоторых директив, различий между самими системами права той или иной страны, непоследовательностью стран в согласовании своего законодательства с директивами и др.

Интеграция в Евросоюзе реализуется во многом благодаря действиям регулирующих органов, для координации которых на национальном уровне был создан комитет Европейских регуляторов ценных бумаг. Кроме того, взаимодействие происходит и на уровне профессиональных участников, за счет участия в наднациональных ассоциациях, разрабатывающих единые стандарты деятельности, обязательные для всех участников.

Интеграция в Евросоюзе значительно продвинулась в области сервисной инфраструктуры, главным образом, за счет институциональных изменений. В ЕС уже почти десятилетие имеют место процессы слияния торговых площадок. Начиная с 2000 г. ежегодно происходит консолидация бирж, в ходе которых образуются крупные группы. Так, в результате активных интеграционных процессов к 2006 г. в Европе сформировались две панъевропейские биржи: Еигопех! и ОМХ, которые позднее стали трансатлантическими за счет процессов консолидации с участием американских бирж. Интеграция бирж повлекла за собой создание единых систем гарантирования расчетов [92,93].

Наблюдается усиление интеграционных процессов в учетно-расчетных системах фондовых рынков ЕС, осуществляющих расчеты по сделкам с ценными бумагами, хранение и управление ценными бумагами. В результате появляются международные институты, выполняющие функции центрального депозитария для нескольких стран (Еигос1еаг и Оеаге^еат), создается единая система трансграничных расчетов (ТА1ЮЕТ2 8ЕСиКГПЕ8).

Интеграция финансовых посредников происходит как за счет слияний и поглощений, так и за счет открытия зарубежных филиалов, причем существует отчетливая тенденция снижения доли национальных и рост доли

международных (трансграничных) M&A. В некоторые годы (2005, 2007 гг.) международные сделки M&A в рамках ЕС преобладали над сделками на национальном уровне. В то же время в структуре источников доходов национальных финансовых посредников из стран Евросоюза растет доля доходов от деятельности в ЕС (в 2007 г. она составила 25%), что подтверждает рост предпочтений осуществления деятельности в рамках своего региона и свидетельствует об усилении интеграции рынка финансовых услуг в рамках Евросоюза [100].

Огромное значение для интеграции фондовых рынков имело введение евро. Благодаря единой валюте интеграция в рамках еврозоны сильней, чем в рамках ЕС в целом: более однородный рынок со значительным сближением цен среди членов еврозоны. Введение евро повлияло на рост эмиссий облигаций в еврозоне, благодаря формированию более емкого и ликвидного рынка, а также на рост инвестиций в зарубежные облигации эмитентов из одной валютной зоны. На последнее указывает возросшая доля облигаций, находящаяся в руках инвесторов из еврозоны, в общем объеме эмиссий (рост с 10% в 1997 г. почти до 60% в 2006 г.) [101].

Интеграция рынков акций достигла наибольшей глубины в 2006 г., об этом свидетельствует показатель дисперсии доходности, который с 2002 г. по 2006 г. сократился больше чем наполовину. Рынок корпоративного долга демонстрировал значительный уровень интеграции на протяжении 1999 - 2006 гг., о чем свидетельствует уверенная тенденция приближения к нулевому значению колебаний спрэдов совокупной доходности в указанный период. Однако в результате разразившегося в 2007 г. финансового кризиса значение показателей несколько ухудшилось в 2007-2008 гг., что говорит о некой дезинтеграции.

Интеграция в странах ЕС различается по сегментам финансового рынка. Наиболее интегрированным является денежный рынок, а также в некоторой степени рынок облигаций, наименее - рынок акций. Недостаточно интегрирована финансовая инфраструктура, несмотря на большое количество

процессов консолидации, активно происходящих с 2000 г. Наиболее фрагментированной является расчетная инфраструктура [98].

Проведенное исследование потенциала развития интеграции фондовых рынков России и других стран СНГ позволяет сделать следующие выводы.

В результате анализа рынков ценных бумаг постсоветского пространства выделены общие проблемы в их функционировании (низкая ликвидность, небольшая капитализация, фрагментарность инфраструктуры большей части рынков и др.), сделан вывод о значительной дифференциации уровней развития рынков и практики работы на них, выявлена необходимость гармонизации их структуры, унификации законодательства и координации усилий по повышению их конкурентоспособности.

На общем фоне значительно выделяется российский фондовый рынок, который по большей части показателей существенно опережает в своем развитии рынки остальных стран СНГ, за исключением рынков Казахстана и Украины, разрыв с которыми не очень большой.

Существует ряд предпосылок интеграции рынков ценных бумаг стран СНГ. Среди основных: проводимая в странах финансовая либерализация; общие экономические интересы, связанные с развитием рынков, противостоянием экспансии участников из третьих стран, а также препятствием быстрому распространению экономических кризисов и сокращением негативных последствий от них; схожесть моделей рынков и финансовых секторов [99].

Помимо указанных предпосылок существуют угрозы и препятствия на пути интеграции фондовых рынков постсоветского пространства. Основной угрозой является усиление интереса к инфраструктуре рынков ценных бумаг со стороны участников из третьих страны. В настоящее время осуществляется их активное проникновение как в посредническую, так и в торговую инфраструктуру. Одновременно время от времени наблюдается отток торговой активности из России, Казахстана и Украины на фондовые рынки развитых стран. Одной из угроз региональной интеграции является

параллельная реализация Россией и Казахстаном конкурирующих проектов по созданию МФЦ. Среди препятствий на пути интеграции - углубление различий в экономическом развитии, низкий уровень развития большей части рынков ценных бумаг, отсутствие интереса со стороны основных участников из-за низкого уровня регулирования, защиты интересов инвесторов, не налаженного четкого взаимодействия между инфраструктурой рынков [104].

Исследование эволюции интернационализации рынка ценных бумаг с учетом того, что она является основой для интеграции, позволило выявить и классифицировать факторы, влияющие на ее развитие и зарождение интеграции.

Выделены следующие группы факторов: историко-культурные (общие географические границы, культурные традиции, религия, исторически сложившиеся хозяйственные связи), общеэкономические (углубление международного разделения труда, наличие потребности в переливе капитала, возможность арбитража между рынками, развитие аутсорсинга, формирование глобального финансового рынка), экономико-регулятивные (совместное решение глобальных проблем на фондовых рынках, наличие сходной модели хозяйствования, демонополизация, приватизация, коммерциализация фондовых бирж, создание благоприятного инвестиционного климата), научно-технические (техническая революция, компьютеризация, появление Интернета, изменение способов коммуникации, информатизация) [106].

Сделан вывод о том, что интеграция рынка ценных бумаг развивается одновременно как стихийный рыночный процесс (под влиянием интересов основных участников) и в то же время как сознательно регулируемый.

Изучение развития интернационализации рынка ценных бумаг дало возможность сделать выводы о нелинейности протекания данного процесса и указало на наличие цикличности в его развитии, а преемственность двух процессов (интернационализации и интеграции) позволила предположить цикличность в развитии процесса интеграции фондовых рынков.

Для достижения комплексности исследования в диссертации предложена система показателей (индикаторов), позволяющих судить о наличии и уровне интеграционных процессов. Показатели интеграции могут быть условно разделены на два типа: прямые, отражающие внешние проявления процесса интеграции, и косвенные, характеризующие последствия (результаты) развития этого процесса. В соответствии с определением интеграции и те и другие включают в себя как показатели взаимодействия рынков, так и показатели сращивания [117].

Степень интеграции рынков тем существенней, чем выше значение приведенных показателей (что справедливо только для тех из них, по которым отдельно не указано иное). Прямые показатели дают возможность определить уровень интеграции отдельно по каждому элементу фондового рынка.

Наряду с прямыми показателями развития процесса интеграции могут быть использованы и косвенные, которые менее точны, но более удобны благодаря своей несложности, а также более универсальны, поскольку позволяют оценить наличие и уровень интеграции сразу рынка в целом, а не по отдельным его элементам.

Система косвенных показателей включает:

а) дисперсию доходности однотипных финансовых инструментов эмитентов из стран одного региона;

б) динамику спрэдов доходности однотипных финансовых инструментов эмитентов из стран одного региона;

в) снижение стоимости доступа (затрат на выход) на фондовый рынок в рамках интеграционного блока для эмитентов и инвесторов;

г) корреляцию изменения доходности однотипных финансовых инструментов;

д) корреляцию динамики фондовых индексов стран одного региона [128].

Последние два показателя сами по себе будут свидетельствовать только о наличии взаимозависимости рынков, наличие которой свойственно также и

интернационализации, поэтому для оценки интеграции необходимо использовать их в совокупности с любым другим косвенным показателем.

Таблица 2.1 - Система прямых показателей интеграции фондовых рынков

СИСТЕМА ПРЯМЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ	
Показатели интеграции участников фондовых рынков	
1. Доля иностранных инвестиций из стран одного и того же региона в национальные ценные бумаги конкретной страны в общем объеме инвестиций в ценные бумаги этой страны.	
2. Доля прямых / портфельных иностранных инвестиций из стран интегрирующего региона в ВВП конкретной страны.	
3. Доля иностранных инвесторов из стран одного региона на национальной бирже в общем количестве инвесторов	
4. Доля эмиссий зарубежных эмитентов из стран одного региона на национальном фондовом рынке конкретной страны в общем объеме эмиссий	
5. Доля финансовых инструментов (акций и облигаций) иностранных эмитентов из стран одного региона, обращающихся на национальных биржах, в общем количестве финансовых инструментов	
6. Доля объема торгов финансовыми инструментами иностранных эмитентов из стран одного региона в общем объеме торгов на национальной фондовой бирже.	
7. Доля эмитентов, использующих режим прямого доступа на зарубежный рынок в рамках одного региона для свободного размещения и обращения ценных бумаг (режим международного паспорта) в общем количестве эмитентов в этом регионе.	
Показатели интеграции инфраструктуры рынков	
Посреднической:	1. Доля финансовых посредников, использующих режим прямого доступа для свободного осуществления деятельности в рамках региона (режим международного паспорта) в общем количестве финансовых посредников на территории интегрирующегося региона.
	2. Доля доходов финансовых посредников от международной деятельности в рамках одного региона (предоставления услуг напрямую через границу без использования филиала/представительства или дочерней компании) в общем объеме доходов.

Показатели интеграции инфраструктуры рынков	
	3. Доля нерезидентов из стран интегрирующегося региона в общей структуре собственности национальных финансовых посредников.
	4. Доля финансовых посредников, имеющих зарубежный филиал/представительство/дочернюю компанию в рамках одного региона в общем количестве финансовых посредников.
	5. Доля трансграничных слияний и поглощений финансовых посредников в рамках одного региона в общем количестве слияний и поглощений в интегрирующемся регионе.
Торговой:	1. Удельный вес наднациональных бирж в общем объеме торгов интегрирующегося региона (или отдельной страны), на пространстве которого они осуществляют свою деятельность.
	2. Доля бирж, установивших торговые мосты, в общем количестве бирж интегрирующегося региона.
Учетно-расчетной:	1. Соотношение количества центральных депозитариев с количеством интегрирующихся стран (должно быть меньше единицы и стремиться к нулю).
	2. Количество стран, в которых работает компания учетно-расчетной инфраструктуры, в общем количестве стран интегрирующегося региона.
	3. Доля регионального рынка, которую занимает наднациональная компания учетно-расчетной инфраструктуры.
Регулятивной:	1. Уровень сходства режимов доступа на рынок для эмитентов, инвесторов, профессиональных участников.
	2. Степень универсальности требований к раскрытию информации на фондовом рынке (в т.ч. проспектов ценных бумаг, стандартов отчетности, информации о деятельности общества и принятых руководящим составом решений).
	3. Доля унифицированных процессов и стандартов работы учетно-расчетных систем в общем количестве процессов и стандартов.
	4. Уровень сходства требований по защите прав и интересов инвесторов

	5. Доля изменений в национальном законодательстве о фондовом рынке, вызванных решениями на наднациональном уровне, в общем количестве изменений в национальном законодательстве.

Источник: [230]

Исследование второй группы проблем, связанных с особенностями интеграции европейских рынков ценных бумаг, как наиболее успешного опыта.

На основе анализа эволюции интеграционного процесса на фондовых рынках стран ЕС сделан вывод о главенствующей роли регулятивной инфраструктуры в его развитии, а также о том, что главными его инструментами стали кооперация и стандартизация наравне с гармонизацией законодательства. В связи с этим исследование базировалось, в первую очередь, на анализе правовой базы, обеспечившей возможность развития интеграционных процессов, и решало задачу определения, в том числе, возможностей использования опыта ее построения на постсоветском пространстве [129].

Углубление интеграционных процессов на рынке ценных бумаг может оказать положительное воздействие на увеличение инвестиционных возможностей экономики, что, в свою очередь, может содействовать увеличению темпов роста валового внутреннего продукта, сокращению безработицы и улучшению социального положения населения. Однако создание единого или интегрированного биржевого рынка должно сопровождаться интеграционными процессами депозитарных и расчетно-клиринговых систем и синхронизацией нормативно-правовой базы, регулирующей рынок ценных бумаг [130].

Особого внимания требует исследование проблем, связанных с фиксированием и передачей имущественных прав на ценные бумаги и защитой интересов инвесторов. Интеграционные процессы депозитарных и расчетно-клиринговых систем могут включать внедрение института номинального держателя для центральных депозитариев и установление

корреспондентских отношений между центральными депозитариями ценных бумаг. Установление корреспондентских отношений между центральными депозитариями позволит обеспечить фиксирование и передачу прав собственности и других имущественных прав на ценные бумаги, а также максимально защитить интересы инвесторов.

Исследование процессов развития гармонизации регулирования и анализ результатов применения директив, с помощью которых она проводится, показали, что, несмотря на то, что первые попытки гармонизации законодательства датируются концом 70-х гг. XX в., успешными стали более поздние, относящиеся к 80-м гг. XX в., предпринятые с учетом существовавши тогда в европейских странах разных подходов к регулированию. В настоящее время действуют директивы, в основу которых были положены предшествующие успешные инициативы в этой области, скорректированные с учетом изменившихся потребностей, а также согласованные (по новым правилам, разработанным группой Ламфалусси) с основными участниками, на регулирование которых они направлены. Основными из ни являются: Директива о проспекте (2003/71ЉС), Директива о прозрачности (2004/39/ЕС)), Директива о злоупотреблениях на рынках (Market abuse (2003/6ЉС)). Проведенный анализ позволил определить, что основными действиями, направленными на создание условий для развития интеграции на первом этапе, стали гармонизация подходов к регулированию, установление общих требований, нацеленных на защиту инвесторов, а также стандартизации работы инфраструктурных организаций (в т.ч. унификация требований к профессиональным

Для развития интеграционных процессов как на биржевом рынке, так и между депозитарными и расчетно-клиринговыми системами важнейшей предпосылкой является синхронизация, а в дальнейшем – унификация нормативно-правовой базы, регулирующей рынок ценных бумаг. Основные проблемы связаны с тем, что после распада Советского Союза развитие

нормативно-правовой базы на территории бывших союзных республик происходило в разных направлениях. В данном контексте важной является синхронизация нормативно-правовой базы, регулирующей рынки ценных бумаг стран ЕАЭС, несмотря на различия в объемах этих рынков. Важность данного процесса обусловлена тем, что нормативно-правовая база, регулирующая рынок ценных бумаг Кыргызской Республики, наиболее синхронизирована с законодательством стран Европейского союза, в частности с нормативно-правовой базой стран Балтийского региона. Создание синхронизированной нормативно-правовой базы, регулирующей рынок ценных бумаг, может положить начало формированию единого интегрированного евразийского рынка ценных бумаг [128].

В 2022 году подготовлен Доклад о предложениях по формированию общего биржевого рынка товаров в рамках ЕАЭС, который был одобрен на заседании Коллегии 23 августа 2022 года (протокольная запись). В Докладе изложены цели и задачи формирования общего биржевого рынка товаров в рамках Союза, в том числе рынка производных финансовых инструментов, базисным активом которых является товар, опыт Европейского союза по формированию общего биржевого рынка ЕС, предложения государств-членов ЕАЭС и Комиссии по схемам формирования общего биржевого рынка товаров в рамках Союза, по определению перечня товаров и производных финансовых инструментов для реализации на общем биржевом рынке в рамках Союза и по расчету биржевых и внебиржевых индикаторов цен, а также выводы [128].

В 2023 году разработан проект Концепции формирования общего биржевого (организованного) рынка товаров в рамках Евразийского экономического союза, в том числе рынка производных финансовых инструментов, базисным активом которых является товар. Проект Концепции был рассмотрен на заседании Рабочей группы по формированию общего биржевого (организованного) рынка товаров Союза и обсужден на совещаниях экспертов Сторон [162].

В авторской трактовке термин «интеграция рынков ценных бумаг» можно определить как процесс усиления взаимодействия, взаимовлияния, сближения, взаимопроникновения и консолидации для упорядоченного взаимодействия субъектов, институтов, экономических отношений по поводу эмиссии и обращения ценных бумаг посредством перераспределения финансовых ресурсов.

2.2. Правовые нормы функционирования рынка ценных бумаг

Финансовые рынки для размещения ценных бумаг, в частности, биржи, у членов ЕАЭС имеют общие черты, которые зависят от таких факторов: снижение цен на нефть, темпы роста ВВП, инвестиции, зависимость от доллара, внешнеторговый оборот и т.д. Происходит постепенный переход к «плавающему курсу» валют и отказ от жесткого курсообразования.

Выделим общие черты рынков ценных бумаг, т.е. тенденции на сближение и их преимущества:

- наличие электронной системы торговли валютой. Например, в КР существует Автоматизированная торговая система Нацбанка КР[3];
- информационная прозрачность рынка, что предотвращает недобросовестную конкуренцию и манипуляции;
- активное участие центрального банка;
- установление наилучшей цены на основе установленного спроса и предложения;
- возможность осуществлять своп-операции;
- использование в качестве производных инструментов фьючерсов и опционов [163].

Итак, рынок ценных бумаг в странах ЕАЭС играет важную роль в предотвращении валютных рисков и дает возможность управлять валютным курсом.

Важным вопросом остается проблема доступа к валютным торгам

небанковских институций – брокеров, корпораций, физических лиц и т.д. Поэтому дальнейшая цель ЕАЭС – создание интегрированного рынка ценных бумаг, где будет происходить взаимный доступа эмитентов и инвесторов к нему.

Рассмотрим особенности валютных рынков в плане взаимного доступа эмитентов и инвесторов в каждой из стран ЕАЭС.

Армения имеет достаточно либеральный рынок ценных бумаг и валюты. Правда, динамика биржевого рынка за последние два года не показывает позитивных моментов [163]. По данным биржи

«NASDAQ OMX Armenia» объем торгов валютой снизился с 320 млн. долларов до 4 млн. долларов. Это связано с ухудшением валютно-экономической ситуации в государстве. Поэтому перспективы интеграции Армении в единое биржевое пространство ЕАЭС не соответствуют ее полному потенциалу.

Среди нормативно-правовой базы, которая регулирует доступ на рынок ценных бумаг Армении и определяет его перспективные направления, можно назвать такие: Стратегия Центрального банка Республики Армения на 2015-2017 гг., куда входит Концепция по развитию риск-ориентированного подхода в финансовом надзоре, Национальная стратегия по предотвращению экономической преступности, а также Концепция развития капитала и Международные стандарты прозрачности деятельности рынка ценных бумаг

Армения присоединилась к Договору о Евразийском экономическом союзе в декабре 2015 года. Вследствие этого она получила доступ к выходу на рынок ценных бумаг участников ЕАЭС. Одним из первых на Московский биржевой рынок вышел «Армбизнесбанк». Армянская биржа стремится реализовать совместный проект по доступу армянских банков на валютный рынок России посредством Московской Биржи.

Итак, участниками рынка ценных бумаг в Армении являются банки и профессиональные участники. В рамках единого пространства взаимного

доступа эмитентов и инвесторов осуществляется доступ к торгам нерезидентов без ограничений, но в соответствии с биржевыми правилами.

В Республике Беларусь рынок ценных бумаг регулируется Законом «О рынке ценных бумаг» (статья 27 содержит требования к ценным бумагам эмитентов-нерезидентов для допуска). Существует только одна специализированная организация, которая имеет право осуществлять деятельность на рынке ценных бумаг. Это Белорусская валютно- фондовая биржа. В ее задачи входит формирование текущего курса валют, поддержание ликвидности валютного рынка. За последние два года наблюдается снижение доли биржевого рынка вследствие либерализации валютного законодательства. Переход к системе непрерывного аукциона позволил подавать заявки на покупку и продажу валюты на протяжении всего периода торгов [163].

Важно отметить, что в Беларуси эмитентами на фондовом рынке могут выступать только юридические лица, часто это крупные предприятия и банки. Тенденции к уменьшению числа эмитентов зависят от того, что издержки выхода на рынок достаточно большие и отсутствует среднее звено – средние и малые предприятия.

Кроме этого, доступ эмитентам на рынок ценных бумаг позволен только через профессиональных участников рынка, к которым ставятся определенные требования[9]. Эталоном является котировальный лист «А», который должен обладать чистыми активами не менее 10 млн. евро. Если это небанковская кредитно-финансовая организация, то это не менее 5 млн. евро.

Итак, основной формой рынка ценных бумаг и валютного рынка в Республике Беларусь выступает ОАО «Белорусская валютно-фондовая биржа», участниками которой могут быть банки и кредитные организации. Беларусь предоставляет возможности доступа нерезидентов к валютным торгам и эмитентов и инвесторов на рынки ценных бумаг[163].

Рынок Казахстана имеет в своем составе три сегмента: биржевой, внебиржевой и межбанковский валютный рынок, которые имеют тенденции к

снижению. По данным Казахстанской фондовой биржи в 2016 году после падения ажиотажа на валюту, появилось снижение активности по операциям. Но торги на Московской Бирже у Казахстана составили около 17 млрд. рублей, что стало подтверждением факта необходимости расширения межбиржевого взаимодействия членов ЕАЭС [163].

Сейчас Казахстанская фондовая биржа работает над расширением эмитентов и инвесторов и собирается включить в их число «не-банки», что будет позитивно влиять на гармонизацию рынка ценных бумаг в рамках сотрудничества с ЕАЭС.

Итак, основной формой организации валют- но-финансового рынка в Казахстане выступает Казахстанская фондовая биржа, резидентами считаются банки и кредитные организации. Производится допуск банков-нерезидентов к валютным торгам. Но в это число входят только юридические лица, которые соответствуют правилам Договора ЕАЭС.

Итак, в КР основной формой организованного валютно-финансового рынка выступает Автоматизированная торговая система Нацбанка Кыргызской Республики, участниками-резидентами являются банки-резиденты. Но, доступ банков- нерезидентов из стран ЕАЭС не осуществляется.

Россия имеет самую развитую финансово- биржевую систему среди челнов ЕАЭС, которая включает возможности проведения сделок с нерезидентами. В 2016 году на Московской Бирже насчитывалось около 50 не кредитных организаций. Реализуются проекты DMA и SMA за счет включения нерезидентов, иностранных брокеров и т.д. [163].

Все это выступает привлекательным для клиентов государств-участниц ЕАЭС в плане формирования интегрированного валютно-финансового рынка и рынка ценных бумаг. Согласно статистике, на 2016 год доля банков из стран ЕАЭС составляет до 10%, а по спот-операциям – до 7% [163].

Итак, формой организации валютного рынка в России выступает ПАО «Московская биржа». Участниками валютного рынка могут быть банки,

кредитные организации, профессиональные участники рынка ценных бумаг. Кроме того, реализуется проект доступа банков-нерезидентов из ЕАЭС к валютным торгам. В частности, уже сейчас существует прямой доступ к валютным торгам для стран ЕАЭС и Таджикистана.

Все это направлено на повышение стабильности финансово-экономической системы стран ЕАЭС и способности противостоят мировым кризисам и совершать международные расчеты;

сближение валютных курсов;

- *расширение клиентской базы с помощью нерезидентов;*
- *допуск к биржевым торгам банков- нерезидентов наравне с банками-резидентами* [163].

Все это будет способствовать созданию межбиржевых мостов, использованию новых финансовых инструментов и расширит возможности национальных рынков ценных бумаг. Поэтому для дальнейшего развития сотрудничества стран ЕАЭС необходимо включать эмитентов и инвесторов на рынок ценных бумаг пространства ЕАЭС.

Все данные позиции объединяет Договор о Евразийском экономическом союзе, где предусмотрено взаимодействие национальных банков по вопросам контроля рынка ценных бумаг и повышение прозрачности допуска эмитентов и инвесторов к этому рынку [162].

Сегодня рынки ценных бумаг стран ЕАЭС находятся на разном уровне развития, а также те нормы и законодательство, которое его регулирует.

Меры регулирования и надзора этого рынка имеют комплексный характер. Существуют мегарегуляторы, которые соединяют в себе все органы надзора. Но уровень интеграции рынка ценных бумаг стран ЕАЭС не соответствует их экономическому потенциалу. Поэтому совместный доступ эмитентов и инвесторов на эти рынки требует оптимизации законодательства в данной сфере.

Например, одним из важных направлений работы Совета по финансовой стабильности и развитию финансового рынка Казахстана в качестве важного

направления выделяет интеграцию финансового рынка в рамках ЕАЭС. С этой целью Национальный банк Казахстана внес предложения в Налоговый кодекс Казахстана, которые позволят пере- давать налоговые заявления, которые содержат ин- формацию об экспортно-импортном валютном контроле. Или вследствие либерализации допустить брокеров из стран ЕАЭС к деятельности на территории Казахстана. Была создана рабочая группа, которая будет работать в направлении гармонизации законодательства членов ЕАЭС [163].

Укажем органы надзора за рынком ценных бумаг стран ЕАЭС, которые контролируют размещение эмитентов и инвесторов:

Армения. Регулятор – Центробанк Армении, Закон «О рынке ценных бумах»;

Беларусь. Регулятор – Министерство финансов Республики Беларусь, Закон «О ценных бумагах и фондовом рынке»;

Казахстан. Регулятор - Национальный банк Казахстана и комитет по контролю и надзору финансового рынка и финансовых организаций, Закон «О рынке ценных бумаг», «Об утверждении Правил выдачи разрешения на выпуск или размещение эмиссионных ценных бумаг организации - резидента Республики Казахстан на территории иностранного государства»;

Россия. Регулятор - Банк России, ФЗ «О рынке ценных бумаг»;

Кыргызстан. Регулятор Финнадзор, Закон КР «О рынке ценных бумаг».

Сотрудничество по рынку ценных бумаг в рамках ЕАЭС осуществляется Финнадзором совместно с представителями государств-членов ЕАЭС, при котором ведется активная работа по исполнению:

- Дорожной карты формирования общего биржевого пространства ЕАЭС;
- Плана гармонизации законодательства государств – членов ЕАЭС в финансовой сфере.

Также ведется активная работа над проектами соглашений в формате видеоконференций, направленных на формирование общего финансового рынка, в рамках:

- Соглашения о допуске брокеров и дилеров одного государства-члена ЕАЭС к участию в организованных торгах на биржах других государств-членов;

- Соглашения о трансграничном допуске к размещению и обращению ценных бумаг на организованных торгах в государствах-членах ЕАЭС [163].

В рамках обозначенных проектов предполагается взаимное признание лицензий брокеров/дилеров, а также допуск к размещению ценных бумаг резидентов государств- членов ЕАЭС без применения дополнительных лицензионных процедур.

26 мая 2022 года проведен Евразийский экономический форум, где в рамках тематической сессии: «Роль биржевых финансовых инструментов, номинированных в национальных валютах государств-членов ЕАЭС, в стимулировании экономического роста» спикером выступил Пирназаров М.Т.

15-16 сентября в г. Москва принято участие в заседании Консультативного комитета по финансовым рынкам, на котором обсуждались вопросы в сфере рынка ценных бумаг, страхования и др.

25 ноября 2022 года принято участие в заседании Совета ЕЭК, на котором обсуждался вопрос о проекте Соглашения о трансграничном допуске к размещению и обращению ценных бумаг на организованных торгах государствах-членах ЕАЭС;

14 декабря 2022 года принято участие в совещание экспертов по обсуждению проекта Соглашения о допуске брокеров и дилеров одного государства - члена Евразийского экономического союза к участию в организованных торгах бирж (организаторов торговли) других государств – членов;

21 декабря 2022 года принято участие в очередном совещании рабочей подгруппы по рынку ценных бумаг по гармонизации законодательства государств – членов Евразийского экономического союза в сфере финансового рынка, по вопросам базовых определений видов деятельности на рынке ценных бумаг и лицензионным требованиям;

22 декабря 2022 года принято участие в совещании экспертов по обсуждению проекта Концепции формирования общего биржевого рынка товаров ЕАЭС.

Кыргызская Республика в лице Финнадзора является членом IOSCO с 4 ноября 1997 года.

Международная организация комиссий по ценным бумагам (International Organization of Securities Commissions, IOSCO) является наднациональным органом, устанавливающим стандарты для рынка ценных бумаг. IOSCO учреждена в 1983 году и в настоящее время насчитывает 227 членов из 115 юрисдикций, которые представляют более 95% мирового рынка ценных бумаг. В своей работе IOSCO преследует следующие цели:

- обеспечение защиты прав инвесторов;
- обеспечение прозрачности и добросовестности деятельности финансовых институтов;
- снижение системных рисков [75].

Участие Кыргызской Республики в IOSCO целесообразно для соответствия требований на рынке капитала Кыргызской Республики международным принципам IOSCO, наличия положительного инвестиционного имиджа Кыргызской Республики, устойчивого развития рынка капиталов на основе методических рекомендаций IOSCO и их внедрению при разработке нормативно-правовой базы, регулирующей вопросы защиты инвесторов и обеспечения функционирования эффективного и прозрачного рынка.

Финнадзор взаимодействует с Фондом Комитета по стандартам финансовой отчётности (Фонд МСФО).

Целью Фонда МСФО является развитие единой системы высококачественных, доступных, осуществимых и всемирно принятых стандартов финансовой отчётности, основанных на чётко сформулированных принципах бухгалтерского учёта. Основная задача Фонда МСФО - разработка и публикация международных стандартов финансовой отчётности, которые

применяются при представлении публикуемой финансовой отчётности, а также в содействии их принятию и соблюдению на международном уровне

По итогам 2022 г. в рамках взаимодействия с Фондом МСФО, Финнадзором переведенные на кыргызский язык проекты Международных стандартов финансовой отчетности (МСФО) и Международных стандартов финансовой отчетности для малых и средних предприятий (МСФО для МСП) были представлены в Фонд МСФО. В результате рассмотрения Советом по Международным стандартам финансовой отчетности проекты переводов были одобрены [75].

На сегодняшний день тексты МСФО и МСФО для МСП на кыргызском языке размещены на официальном сайте Финнадзора и находятся в свободном доступе.

Финнадзор взаимодействует с Международной федерацией бухгалтеров (МФБ). Целью МФБ является служение интересам общества, совершенствование бухгалтерской профессии на международном уровне и развитие сильной международной экономики посредством внедрения и соблюдения высококачественных профессиональных стандартов, международного сближения национальных стандартов и высказывания по вопросам, вызывающим широкий общественный интерес, где профессиональные знания бухгалтеров наиболее весомые.

По итогам 2022 г. в рамках взаимодействия с МФБ, Финнадзором переведенные на кыргызский язык проекты Международных стандартов аудита (МСА), Кодекс этики профессиональных бухгалтеров были представлены на рассмотрение и согласование в Фонд МФБ. В результате рассмотрения Советом по международным стандартам аудита и заданий, обеспечивающих уверенность и Советом по международным этическим стандартам для бухгалтеров проекты переводов, были одобрены[75].

На сегодняшний день тексты МСА и Кодекс этики на кыргызском языке размещены на официальном сайте Финнадзора и находятся в свободном доступе.

Финнадзор взаимодействует с Конференцией Организаций Объединённых Наций по торговле и развитию (ЮНКТАД) (англ. United Nations Conference on Trade and Development) — орган Генеральной Ассамблеи ООН.

В рамках 13-го транша Счета развития (ПДР) Департамент Организации Объединенных Наций по экономическим и социальным вопросам (DESA), Конференция Организации Объединённых Наций по торговле и развитию (UNCTAD) и Региональные экономические комиссии Организации Объединенных Наций (РЭЦ) осуществляют проект «На пути к комплексным национальным механизмам финансирования».

В настоящее время ЮНКТАД занимается реализацией 13-ого транша проекта развития, который призван обеспечить наращивание потенциала и техническую помощь развивающимся странам в определении и привлечении существующих и новых источников и механизмов дополнительного финансирования для реализации целей устойчивого развития и устранения последствий, вызванных пандемией COVID-19.

Через свою Межправительственную рабочую группу экспертов по международным стандартам учета и отчетности (МСУО), созданную в 1982 году Экономическим и Социальным Советом ООН (ЭКОСОС), ЮНКТАД является координатором деятельности Организации Объединенных Наций по укреплению систем учета и отчетности. В частности, агентство оказывает помощь государствам- членам в их усилиях по внедрению международных стандартов, кодексов и передовой практики для содействия гармонизации и повышению качества отчетности предприятий как важных средств содействия финансовой стабильности, международным и внутренним инвестициям и социально-экономическому прогрессу.



Рисунок 2.1. Интеграция Службы регулирования и надзора за финансовым рынком при Министерстве экономики и коммерции Кыргызской Республики в международные сообщества

В целях повышения уровня финансовой устойчивости, конкурентоспособности финансовых организаций Финнадзором подготовлен проект постановления Кабинета Министров Кыргызской Республики «О некоторых вопросах в сфере рынка ценных бумаг». Проект постановления разработан во исполнение пунктов 1 и 2 раздела IV Стратегии развития небанковского финансового рынка Кыргызской Республики на 2021-2025 годы от 7 мая 2021 года №190.

Проектом постановления предлагается:

- внесение изменений в Положение о нормативных показателях достаточности собственных средств, устанавливаемых для профессиональных участников рынка ценных бумаг, утвержденного постановлением Правительства Кыргызской Республики от 15 августа 2011 года № 467, в части увеличения уставного капитала профессиональных участников рынка ценных бумаг, осуществляющих брокерскую, биржевую и депозитарную деятельность;

- внесение изменений в Положение о проведении квалификационной аттестации претендентов на право получения квалификационного свидетельства профессионального участника рынка ценных бумаг, утвержденное постановлением Правительства Кыргызской Республики от 1 сентября 2011 года № 526, в части повышение требований к профессиональной компетентности и деловой репутации лиц, занимающих ведущие должности в организациях профессиональных участников рынка ценных бумаг [103].

Министерством экономики и коммерции КР проект внесен в Администрацию Президента Кыргызской Республики 11.11.2022 года № 15-4/15925.

В целях повышения уровня финансовой устойчивости, конкурентоспособности финансовых организаций, принято постановление Кабинета Министров Кыргызской Республики «О некоторых вопросах в сфере рынка ценных бумаг» от 13 января 2023 года № 9.

Постановлением установлены следующие сроки формирования минимального уставного капитала профессиональных участников рынка ценных бумаг:

1) осуществляющих депозитарную деятельность:

до 1 января 2024 года - 10 млн сомов;

до 1 января 2025 года - 20 млн сомов;

2) осуществляющих деятельность по организации торговли на рынке ценных бумаг:

до 1 января 2024 года - 30 млн сомов;

до 1 января 2025 года - 50 млн сомов;

3) осуществляющих брокерскую деятельность:

до 1 января 2024 года - 5 млн сомов;

до 1 января 2025 года - 8 млн сомов [75].

Государственное регулирование рынка ценных бумаг

В соответствии со сложившейся мировой практикой национальный рынок ценных бумаг регулируется государством. Законность осуществления эмиссионного процесса служит основой для совершения дальнейших сделок по их обращению и правовой гарантией реализации и защиты прав, удостоверенных эмиссионной ценной бумагой. Именно на этом этапе закладываются основы будущих правоотношений, связанных с размещением и обращением ценных бумаг, затрагивающие интересы широкого круга граждан и юридических лиц.

Основная цель государственного регулирования заключается в защите законных прав и интересов инвесторов и держателей ценных бумаг сторон и выражается в следующем:

- государственная регистрация выпуска, размещения и погашения облигаций;

- принятие нормативного правового акта Кыргызской Республики, устанавливающего требования к облигациям;

- защита законных прав и интересов инвесторов и держателей ценных бумаг;

- модернизация и стимулированию роста производства, активизация развития фондового рынка республики, в целом способствовать мобилизации капитала в экономику, перераспределению денежных ресурсов в реальный сектор;

- снижение рисков финансовой нестабильности и неустойчивости, неплатежеспособности компаний;

- раскрытие информации на фондовом рынке для инвесторов [78].

Формирование рынка ценных бумаг в Кыргызской Республике происходило в условиях длительного падения производства, распада хозяйственных связей, разложения финансовой системы, полного отсутствия опыта рыночных взаимоотношений и отсутствия соответствующей законодательной базы.

Основой становления рынка ценных бумаг стала Правительственная программа разгосударствления и приватизации государственной и коммунальной собственности Республики Кыргызстан. В рамках которой, предполагалось проведение не только приватизации государственных предприятий различных отраслей экономики, но и мероприятий по стимулированию развития рынков капиталов, созданию фондовой биржи, созданию инфраструктуры рынка ценных бумаг [78].

Приватизация и разгосударствление осуществлялись путем передачи на возмездной и безвозмездной основе принадлежащих государству долей (акций) в акционерных и других коммерческих обществах в собственность трудовых коллективов и граждан. Это послужило основой для развития рынка ценных бумаг и ее составных частей в Кыргызской Республике. В результате появились эмитенты - акционерные общества, инвесторы и профессиональные участники рынка ценных бумаг.

Именно процесс приватизации и разгосударствления дал возможность новым акционерам участвовать в управлении предприятием или использовать ценные бумаги в спекулятивных целях, что само по себе явилось причиной увеличения оборота капиталов на рынке ценных бумаг [90].

В 1991 году в Кыргызской Республике начался переход от плановой системы ведения хозяйствования к рыночной экономике, в ходе которого проводилась программа преобразования государственных предприятий в акционерные общества с их последующей приватизацией. В 1992 году была принята программа приватизации, предусматривающая закрытие 200 государственных предприятий и приватизацию 35% государственных компаний, 50% строительных компаний, 70% жилого фонда, всех предприятий сферы услуг, и 25% сельскохозяйственных предприятий до конца 1993 года. К концу 1994 года, 46% всех государственных предприятий были приватизированы; из них более половины были переданы непосредственно в «оперативное управление» частным инвесторам через коммерческий конкурс. Оставшиеся 54% предприятий были проданы работникам этих предприятий через их трудовые коллективы, либо иным образом преобразованы в акционерные общества. Эта первоначальная практика передачи акций госпредприятий в собственность трудового коллектива была отвергнута на более поздних стадиях приватизации, поскольку коллективная собственность оказалась наименее эффективной в деле привлечения капитала в преобразованные предприятия. Приватизационное законодательство было в последующем изменено с целью повышения процентной доли собственности управляющих и других заинтересованных лиц в приватизируемых предприятиях. Со временем в программу вошли такие методы приватизации как аукцион, коммерческий конкурс, оперативное управление с правом последующего выкупа и тендер. Однако приватизационная программа 1992 года не отвечала быстро изменяющимся требованиям рыночной реформы. В целях более широкого распределения собственности населению и соблюдения принципа социальной справедливости правительство ввело более прогрессивные методы (прямая продажа предприятия и приватизационные купоны). Согласно законодательству, разработанному совместными усилиями Всемирного Банка и ЮСАИД и принятому парламентом КР в 1994 году, всем гражданам были

начислены приватизационные купоны в зависимости от их заработной платы и стажа трудовой деятельности [105].

Немаловажным этапом становления рынка ценных бумаг стало создание уполномоченного государственного органа в сфере надзора и регулирования финансового рынка. Так, в целях регулирования рынка ценных бумаг и осуществления контроля за деятельностью акционерных обществ, по постановлению Правительства Кыргызской Республики от 2 июля 1991 № 323 было создано Государственное агентство по надзору за операциями с ценными бумагами при Кабинете Министров Кыргызской Республики.

Позже Государственное агентство по надзору за операциями с ценными бумагами при Кабинете Министров Кыргызской Республики неоднократно было реорганизовано (преобразовано):

- 7 сентября 1996 года, в целях совершенствования механизма государственного регулирования рынка ценных бумаг, защиты прав инвесторов и обеспечения эффективной политики инвестирования в экономику республики, Указом Президента Кыргызской Республики «О Национальной комиссии Кыргызской Республики по рынку ценных бумаг» образована Национальная комиссия Кыргызской Республики по рынку ценных бумаг. При этом Государственное агентство по надзору за операциями с ценными бумагами при Правительстве Кыргызской Республики было преобразовано в Исполнительную дирекцию Национальной комиссии Кыргызской Республики по рынку ценных бумаг;

-2 декабря 1996 года, в целях обеспечения динамичного развития рынка ценных бумаг, повышения эффективности государственного регулирования и создания современной организационной и технической инфраструктуры фондового рынка, Указом Президента Кыргызской Республики «О дальнейшем совершенствовании государственного регулирования рынка ценных бумаг» Национальная комиссия Кыргызской Республики по рынку ценных бумаг была преобразована в Национальную комиссию по рынку ценных бумаг при Президенте Кыргызской Республики;

- 19 марта 2001 года, согласно постановления Правительства Кыргызской Республики №108, была образована Государственная комиссия при Правительстве Кыргызской Республики по рынку ценных бумаг;

- 2 декабря 2005 года, согласно постановления Правительства Кыргызской Республики №551, было образовано Государственное агентство по финансовому надзору и отчетности при Правительстве Кыргызской Республики;

- 24 июля 2007 года, согласно постановления Правительства Кыргызской Республики №288, была образована Служба надзора и регулирования финансового рынка Кыргызской Республики;

- 24 июля 2009 года, согласно Закона Кыргызской Республики «Об уполномоченном государственном органе в сфере надзора и регулирования финансового рынка» № 249, была образована Государственная служба регулирования и надзора за финансовым рынком при Правительстве Кыргызской Республики [90].

В настоящее время деятельность Государственной службы регулирования и надзора за финансовым рынком при Правительстве Кыргызской Республики регулируется Положением «О вопросах деятельности Государственной службы регулирования и надзора за финансовым рынком при Правительстве Кыргызской Республики», утвержденным постановлением Правительства Кыргызской Республики от 31 декабря 2018 года № 659.

Для успешного поступательного развития рынка ценных бумаг необходима также адекватная законодательная база. Первые нормативные правовые акты в области рынка ценных бумаг были приняты Жогорку Кенешем Кыргызской Республики 26 июня 1991 года (Закон Кыргызской Республики «Об акционерных обществах в Республике Кыргызстан») и 21 декабря 1991 (Закон Кыргызской Республики «О ценных бумагах и фондовых биржах»).

Динамичное развитие рынка ценных бумаг обусловило изменение условий на нем и, следовательно, необходимость корректировки выпущенных ранее нормативных актов и разработки новых. Настоящий процесс продолжается по настоящее время.

В целях регулирования РЦБ и осуществления контроля за деятельностью акционерных обществ (АО) по постановлению Правительства КР № 323 от 2 июня 1991г. было создано Государственное Агентство по надзору за операциями с ценными бумагами при Кабинете Министров КР. Верховный Совет КР в декабре 1991г. принял Закон КР «О ценных бумагах». Затем 3 марта 1992г. вышел Указ Президента КР о создании Госагенценбумаг. В сентябре 1996г. в целях дальнейшего совершенствования механизма государственного регулирования РЦБ, защиты прав инвесторов и обеспечения эффективной политики инвестирования Указом Президента КР была образована Национальная комиссия по рынку ценных бумаг (НКРЦБ). В декабре 1996г., в целях динамичного развития РЦБ, повышение эффективности государственного регулирования и создания современной организационной и технической инфраструктуры фондового рынка Указом Президента КР « О дальнейшем совершенствовании государственного регулирования РЦБ» НКРЦБ была преобразована в НКРЦБ при Президенте КР затем в 2000 году преобразовано в Государственную комиссию при Правительстве Кыргызской Республики по рынку ценных бумаг (далее ГКРЦБ) [78].

В процессе законодательной деятельности было введено понятие собрание держателей облигаций, основными функциями которого будут являться представление интересов облигационеров и согласование существенных изменений в условиях и проспекте выпуска облигаций, а также предусматривается требованиями к порядку и срокам созыва собрания держателей облигаций, а также к порядку принятия решений на собрании держателей облигаций [19].

В Кыргызстане прорабатываются различные инициативы по стимулированию развития рынка ценных бумаг и инвестиционной активности. В стране принимаются меры по улучшению инвестиционного климата и стимулированию устойчивого роста экономики. Принят ряд указов Президента Кыргызской Республики, таких как «Защита собственности и поддержка предпринимателей и инвесторов», «О мерах по совершенствованию системы управления в сфере инвестиций и повышения инвестиционного потенциала Кыргызской Республики», принят Закон «О статусе Баткенской области», который предусматривает установление на территории Баткенской области особого налогового режима, особого инвестиционного режима и предусматривающего государственные гарантии со стороны кабинета министров. Утверждена Программа по поддержке и развитию женского предпринимательства на 2022—2026 годы. Также в целях поддержки предпринимателей в г. Бишкеке запущен Центр обслуживания предпринимателей.

Основным документом КР в области цифровизации, способствующей развитию рынка ценных бумаг является Закон Кыргызской Республики от 19 июля 2017 г. № 127 «Об электронном управлении», который определяет порядок взаимодействия государственных органов, органов местного самоуправления, организаций и граждан в электронном формате. В состав государственной инфраструктуры электронного управления входят:

• *государственный портал электронных услуг;*

• *система межведомственного электронного взаимодействия;*

• *единая система идентификации;*

• *государственные центры обработки данных и соединяющие их каналы связи;*

• *государственная система электронных сообщений;*

• *государственная система электронных платежей;*

• *базовые государственные информационные ресурсы.*

Закон КР предусматривает создание системы межведомственного электронного взаимодействия, единой системы идентификации, государственной системы электронных сообщений, государственной системы э

л В сфере развития рынка ценных бумаг Кабинетом Министров КР е определена одна из приоритетных задач, как выход отечественных к предприятий на международные финансовые рынки путем применения т механизма первичного публичного размещения ценных бумаг (IPO).

р Во исполнение поручения Председателя Кабинета Министров о Кыргызской Республики от 15.09.2022 года №24/24-5130, относительно н вопроса по выходу отечественных предприятий на международные и финансовые рынки путем применения механизма первичного публичного ы размещения ценных бумаг (IPO) приказом Финнадзора от 27.09.2022 года № х 283-п создана межведомственная рабочая группа, состоящая из кандидатур от задействованных государственных органов КР.

п В последующем межведомственной рабочей группой разработан проект а Дорожной карты по выходу отечественных предприятий на международные т финансовые рынки путем применения механизма первичного публичного размещения ценных бумаг (IPO).

е Условиями проведения IPO являются: наличие квалифицированных ж собственников и топ-менеджмента, наличие консолидированной финансовой е отчетности, соответствующей международным стандартам, наличие и аудиторских заключений, систематизированная и прозрачная структура ,бизнеса. Кроме того, существуют финансовые издержки на этапе выпуска и размещения ценных бумаг на международном финансовом рынке. Также а немаловажным является факт необходимости проведения процесса т андеррайтинга группой андеррайтеров с обозначением ведущего андеррайтера при размещении ценных бумаг.

а Финнадзором 29 сентября 2022 года при содействии посольства к Кыргызской Республики в Великобритании совместно с Лондонской ж

е

Фондовой Биржей, финансовой консалтинговой компанией «Renaissance Capital» и финансово-юридической компанией

«Dentons» был проведен вебинар по возможностям выхода на международные рынки капитала для национальных компаний с государственной долей участия, а также членам межведомственной рабочей группы. Национальные компании в ходе вебинара получили возможность задать интересующие их вопросы. Лондонская Фондовая Биржа отметила о готовности сотрудничества в данном направлении.

В предварительный перечень компаний для возможного выхода на IPO могут быть включены ОАО «РСК Банк», ОАО «Айыл Банк», ОАО "Международный аэропорт Манас", ОАО "Кыргызтелеком", ОАО "Кыргызнефтегаз", ЗАО «Кумтор Голд». Акции данных компаний, кроме ЗАО «Кумтор Голд» прошли процедуру листинга на ЗАО «Кыргызская фондовая биржа», а также у них внедрена лучшая практика корпоративного управления. Письмо Финнадзора направлено в Администрацию Президента и МЭК КР от 17.11.2022 года № 11/2013.

За последние несколько лет годовые показатели мирового объема размещения "сукук" (исламские ценные бумаги), то есть привлечения инвестиций посредством данного инструмента, превышают 100,0 млрд. долларов США. Данная статистика является стимулирующим фактором активного внедрения "сукук" в Кыргызской Республике, поскольку национальная экономика нуждается в надежных инвестициях.

В целях внедрения в Кыргызской Республике различных видов "сукук" между Правительством Кыргызской Республики и Исламским Банком Развития в конце 2012 года подписано Соглашение по Технической помощи (Грант) относительно внедрения исламского банковского дела и финансирования в Кыргызской Республике.

Для реализации данного Соглашения в апреле 2014 года подписан Договор с консультантом-компанией в лице "Simmons & Simmons Middle East LLP" (по рекомендации Исламского Банка Развития), результатом которого

будет оказание на грантовой основе консультационных услуг, проведение оценки и выработки рекомендаций по нормативной правовой базе в сфере рынка ценных бумаг для внедрения "сукук".

Правительством Кыргызской Республики принято постановление "О дальнейших мерах по внедрению индустрии исламских финансовых услуг в Кыргызской Республике в рамках Пилотного проекта" от 22 апреля 2014 года № 234, которым в рамках пилотного проекта предусмотрена апробация выпуска "сукук" на примере облигаций ЗАО "ЭкоИсламикБанк".

В Кыргызской Республике отсутствует рынок ипотечных ценных бумаг. Мировой финансовый кризис, затронувший данный рынок, выявил слабые стороны данного инструмента, наблюдаются проблемы по урегулированию ипотечных механизмов кредитования. Для становления и развития системы стимулирования развития ипотечного кредитования и жилищного строительства необходимо совершенствование законодательной базы. В условиях недостаточного финансирования жилищного строительства из средств государственного бюджета важное значение приобретает привлечение инвестиций на рынок жилья. Для этого требуется разработка системы жилищного финансирования, которая обеспечивала бы население доступными финансовыми ресурсами путем развития долгосрочного жилищного кредитования.

Для разработки и внедрения механизмов долгосрочного ипотечного кредитования распоряжением Правительства Кыргызской Республики от 6 мая 2014 года № 145-р образована межведомственная рабочая группа, в которую входят представители различных министерств и административных ведомств Кыргызской Республики

В целях расширения доступности для внутренних и внешних инвесторов к рынку публично размещаемых государственных ценных бумаг, эмитентом которых выступает Министерство финансов Кыргызской Республики, принято Распоряжение Кабинета Министров Кыргызской Республики от 4

ноября 2022 года № 609-р, которое предусматривает размещение и обращение ГКВ с 12-ти месячным сроком обращения и ГКО с 2-х летним сроком обращения, выпускаемых с января 2023 года, осуществляется на торговой площадке ЗАО «Кыргызская фондовая биржа», а депозитарный учет выполняет ЗАО «Центральный депозитарий».

В целях реализации Плана мероприятий по реализации проекта по размещению и обращению ГКВ с 12-месячным сроком обращения и ГКО с 2-летним сроком обращения на торговой площадке лицензированного организатора торгов ЗАО «Кыргызская фондовая биржа» 16 ноября 2022 года проведено совещание с участием представителей Министерства финансов, Национального банка, ЗАО «Кыргызская фондовая биржа» и ЗАО «Центральный депозитарий». Также 18 ноября 2022 года состоялась встреча в Министерстве финансов с представителями Национального банка, ЗАО «Кыргызская фондовая биржа» и ЗАО «Центральный депозитарий». По итогам встреч участниками одобрена схема по размещению и обращению ГЦБ на торговой площадке ЗАО «Кыргызская фондовая биржа».

16 декабря 2022 года подписано Генеральное соглашение об организации размещения, обращения и погашения государственных ценных бумаг на торговой площадке ЗАО «Кыргызская фондовая биржа» с участием трех сторон: Министерство финансов Кыргызской Республики, ЗАО «Кыргызская фондовая биржа» и ЗАО «Центральный депозитарий».

Также прорабатываются вопросы по расчетному банку, внедрению механизма маркетмейкера, тестированию программных и технических средств по торгам.

1) Реализация Указа Президента Кыргызской Республики «О мерах по дальнейшему развитию фондового рынка и биржевой деятельности».

Во исполнение поручения Администрации Президента Кыргызской Республики от 28.11.2022 года № 23-6558, Финнадзором подготовлен и

направлен в Министерство экономики и коммерции проект распоряжения Кабинета Министров Кыргызской Республики «Об утверждении Плана мероприятий Кабинета Министров Кыргызской Республики по реализации Указа Президента Кыргызской Республики «О мерах по дальнейшему развитию фондового рынка и биржевой деятельности». Министерством экономики и коммерции упомянутый проект внесен в Администрацию Президента Кыргызской Республики 13.12.22 года № 15-4/17823. Во исполнение поручения Администрации Президента Кыргызской Республики от 19.12.2022 года № 23-7056 упомянутый проект направлен на согласование министерствам и ведомствам.

1) Проект постановления Кабинета Министров Кыргызской Республики «О некоторых вопросах в сфере рынка ценных бумаг».

Запуск сектора торговли драгоценными металлами.

В рамках запуска сектора торговли драгоценными металлами было подписано двухстороннее Соглашение об организации торговли золотыми слитками на торговой площадке ЗАО «Кыргызская фондовая биржа» от 14 июля 2022 года № 2022-Д-131/799- 1-1 с Национальным Банком Кыргызской Республики и на площадке ЗАО «Кыргызская фондовая биржа» ежедневно выставляются золотые мерные слитки НБКР от 1 до 100 грамм. Было подписано 6 договоров на участие в торгах в данном секторе.

Кроме этого, в декабре текущего года утверждено Кабинетом Министров Кыргызской Республики «Положение о порядке реализации драгоценных металлов на биржевых торгах». Данное решение принято в целях развития рынка драгоценных металлов и дальнейшего совершенствования механизма реализации драгоценных металлов.

Положение о порядке реализации драгоценных металлов определяет порядок и устанавливает требования к реализации драгоценных металлов Государственного фонда драгоценных металлов и драгоценных камней

Кыргызской Республики на площадке ЗАО «Кыргызская фондовая биржа» Департаментом драгоценных металлов при Министерстве финансов Кыргызской Республики.

В рамках вышеуказанного Положения ЗАО «Кыргызская фондовая биржа» проводит работу с Департаментом драгоценных металлов при Министерстве финансов по заключению двухстороннего Соглашения об организации торговли золота на площадке ЗАО «Кыргызская фондовая биржа» и отработке механизма взаимодействия, были внесены изменения и дополнения в Правила биржевой торговли в секторе торговли драгоценными металлами ЗАО «Кыргызская фондовая биржа», а также продолжает работу по заключению договоров с участниками торгов в секторе торговли драгоценными металлами.

Выпуск первых социальных (гендерных) облигаций.

Значимое событие произошло и на фондовом рынке Кыргызской Республики, в рамках сектора устойчивого развития ЗАО «Банк Азии» выпустило первые социальные облигации (гендерные) на сумму 82 млн сом (12% годовых). Для выпуска своих облигаций эмитент прошел оценку бизнес-проекта у Международного центра г. Астана и прошла процедуру листинга по категории «В» (следующая за наивысшей) на ЗАО «Кыргызская фондовая биржа».

Активно выходят на рынок облигаций новые эмитенты облигаций. За текущий год вышли 4 компании с облигациями, такие как: ОсОО "ТЕКСТИЛЬ ТРАНС" (объем эмиссии 100 млн сомов), ЗАО "UBS Transit" (объем эмиссии 50 млн сомов), ОсОО "Строй дом.КГ" (объем эмиссии 60 млн сомов), ЗАО МФК «ОКСУС» (объем эмиссии 50 млн сомов), где процентная ставка доходности составляет от 16% до 21%.

6) 27 июля 2022 года в целях снижения рисков легализации (отмывания), преступных доходов и финансировании террористической

деятельности в Кыргызской Республике принят Закон Кыргызской Республики «О внесении изменений в некоторые законодательные акты Кыргызской Республики по вопросам противодействия финансированию террористической деятельности и легализации (отмыванию) преступных доходов и судебной правовой реформы».

Вышеуказанные мероприятия позволят создать надлежащие условия для роста рыночной активности участников торгов, повысить до конкурентных условий собственный инфраструктурный потенциал и сделать привлекательным отечественный биржевой финансовый рынок через расширение и углубление взаимодействия с торговыми площадками других стран и прежде всего ЕАЭС.

Данные мероприятия также позволят обеспечить концентрацию всего разнообразия выпускаемых ценных бумаг инвестиционного характера (акции, облигации, государственные ценные бумаги, муниципальные ценные бумаги, производные инструменты) на единой биржевой торговой площадке для доступа широкого круга инвесторов.

Политика развития виртуальных активов

Во исполнение Закона Кыргызской Республики от 21 января 2022 года № 12

«О виртуальных активах» принят Закон Кыргызской Республики от 5 августа 2022 года

№ 81 «О внесении изменений в некоторые законодательные акты в сфере виртуальных активов».

Постановлением Кабинета Министров Кыргызской Республики от 16 сентября 2022 года № 514 «О вопросах регулирования отношений, возникающих при обороте виртуальных активов» утверждены 4 нормативные правовые акты в сфере виртуальных активов:

1) Положение о деятельности оператора торгов виртуальных активов (криптобиржи) и ведении Реестра операторов торгов виртуальных активов (криптобирж), которым устанавливаются обязательные требования, предъявляемые к деятельности операторов торгов виртуальных активов (криптобирж), определяется порядок лицензирования деятельности операторов торгов виртуальных активов и порядок ведения Единого государственного реестра операторов торгов виртуальных активов в Кыргызской Республике.

2) Положение об эмиссии (выпуске), обращении виртуальных активов и о порядке ведения Единого государственного реестра эмиссий виртуальных активов, которым устанавливается порядок, условия и требования к организации и осуществлению эмиссии, первичного размещения и обращения виртуальных активов, государственной регистрации выпуска виртуальных активов, а также порядок ведения Единого государственного реестра виртуальных активов в Кыргызской Республике и присвоения государственного регистрационного номера выпуску виртуальных активов в Кыргызской Республике.

3) Положение о деятельности оператора обмена виртуальных активов и ведении Реестра операторов обмена виртуальных активов, которым устанавливаются обязательные требования, предъявляемые к деятельности операторов обмена виртуальных активов, определяется порядок лицензирования деятельности операторов обмена виртуальных активов и порядок ведения Единого государственного реестра операторов обмена виртуальных активов в Кыргызской Республике.

4) Порядок регистрации и выдачи сертификата для деятельности по осуществлению майнинга, которым устанавливается порядок регистрации и выдачи сертификата государственным уполномоченным органом для деятельности по осуществлению майнинга.

Упомянутым постановлением были внесены в постановление Кабинета Министров Кыргызской Республики «О вопросах подведомственных подразделений и организаций Министерства экономики и коммерции Кыргызской Республики» от 10 декабря 2021 года № 300, где уполномоченным государственным органом в сфере виртуальных активов является Финнадзор.



Рис. 2.3 Участники рынка ценных бумаг Кыргызской Республики

Источник: [265]

Деятельность на рынке ценных бумаг осуществляется на основе лицензии. Лицензирование профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг основано на специальных понятиях и определениях. **Лицензирование** устанавливает порядок и условия выдачи, продления, замены лицензии на осуществление различных видов профессиональной деятельности, получения дубликата лицензии, а также в случае прекращения действия лицензии.

Лицензия - специальное разрешение на осуществление конкретного вида деятельности при обязательном соблюдении лицензионных требований и условий, выданное лицензирующим органом юридическому или физическому лицу; **лицензируемый вид деятельности -** вид деятельности, на осуществление которого требуется получение лицензии; **лицензирование -** мероприятия, связанные с предоставлением лицензий, переоформлением, аннулированием, приостановлением и возобновлением действия лицензий и контролем за соблюдением требований и условий, выполнение которых обязательно при осуществлении лицензируемого вида деятельности.

Основными **принципами** осуществления лицензирования являются:

- обеспечение единства экономического пространства на территории страны;
- установление лицензируемых видов деятельности;
- установление порядка лицензирования;
- установление лицензионных требований и условий;
- гласность и открытость лицензирования;
- соблюдение норм законности.

К требованиям и условиям лицензирования деятельности на рынке ценных бумаг, которые предусматривают неукоснительное соблюдение порядка получения лицензии и предоставления необходимых документов, относятся требования относительно величины собственного капитала профессионального участника и условия совмещения различных видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг.

По состоянию на 31.12.2022 года Финнадзором выданы восемь лицензий и два сертификата по виртуальным активам:

- лицензия на осуществления оператора торгов виртуальных активов (криптобиржи):

1) ОАО "ЕНВОЙС ВИЖИОН ДИДЖИТАЛ ЭКСЧЕЙНДЖ";

2) ЗАО «Биатекс».

- лицензия на право осуществления оператора обмена виртуальных активов следующим юридическим лицам:

1) ОсОО "Омега Капитал";

2) ОАО "ЕНВОЙС ВИЖИОН ДИДЖИТАЛ ЭКСЧЕЙНДЖ";

3) ОсОО "Нетекс";

4) ОсОО "ЧекПэй";

5) Осоо "Криптекс"

6) ОсОО "Стандарт Девелопмент"

- сертификаты на деятельность майнинга следующим юридическим лицам:

1) ОсОО "СОЛАРКОИН";

2) ОсОО "ВинЭТ" [75].

В целях совершенствования системы корпоративного управления проводится работа по улучшению корпоративного управления в акционерных обществах с государственной долей собственности в уставном капитале, повышению ответственности членов выборных органов, достижению большей гласности и прозрачности при формировании органов управления акционерных обществ.

ГЛАВА 3. ДИАГНОСТИКА РЫНКА ГОСУДАРСТВЕННЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ В КЫРГЫЗСКОЙ РЕСПУБЛИКЕ

3.1. Государственные ценные бумаги как финансовый инструмент государства

Объектом диссертационного исследования выступает рынок ценных бумаг как один из важнейших сегментов финансового рынка.

Предметом исследования является экономические отношения между субъектами рынка ценных бумаг в условиях интеграции рынков ценных бумаг.

Методы и материалы исследования. В процессе исследования был использован ряд методов исследования, включающий ретроспективный анализ, построение и анализ динамических рядов, группировки, оценка абсолютных и относительных показателей, корреляция и регрессионный анализ, прогнозирование, экспертные оценки, сравнения, абстрагирования, графические методы и математическое модерирование.

Материалами исследования послужили специальная экономическая и статистическая литература, официальные статистические базы данных Кыргызской фондовой биржи, НСК КР и НБКР, а также ЕАЭС

Государственные ценные бумаги играют значительную роль в финансировании государственных расходов, поддержании ликвидности банковской системы, развитии экономики в целом. Затраты госбюджета, превышающие доходы, можно финансировать и за счет кредита, взятого государством у центрального или коммерческих банков. Однако, как показала мировая практика, кредиты на эти цели используются редко, поскольку требуют от государства больших затрат на оплату высоких процентов, превышающих расходы на эмиссию ценных бумаг.

Кроме того, сами банки заинтересованы выдать краткосрочные кредиты под более высокие проценты. Эмиссия денег для покрытия затрат государственного бюджета также нежелательна, поскольку это приводит к расстройству денежного обращения и инфляции.

Таким образом, наиболее приемлемым вариантом финансирования расходов государственного бюджета является выпуск ценных бумаг, с помощью которых решаются следующие задачи: финансирование текущего дефицита бюджета; погашение ранее размещенных займов; сглаживание колебаний при поступлении налоговых платежей в бюджет (устранение кассовой несбалансированности бюджета); финансирование собственных программ местных органов и капиталоемких проектов, а также привлечение средств во внебюджетные фонды. С обретением независимости и началом рыночных реформ в Кыргызстане стал функционировать свой национальный рынок ценных бумаг.

Государственные ценные бумаги – это финансовые инструменты, выпускаемые Кабинетом Министров КР для привлечения дополнительных средств в государственную казну. Они могут выступать в качестве объекта инвестирования для физических и юридических лиц, которые стремятся заработать на своих инвестициях.

Дефицит государственного бюджета - это разница между общими расходами и доходами государства за определенный период времени. Анализ дефицита бюджета является важным инструментом для оценки финансового состояния страны и эффективности ее бюджетной политики. Проведенный анализ дефицита государственного бюджета Кыргызской Республики за период с 2015 по 2023 год показал его рост до 12625104,5 тыс. сомов.

Общее финансирование дефицита государственного бюджета также сильно варьировалось за рассматриваемый период. В 2016 и 2022 годах наблюдаются наибольшие значения финансирования, в то время как в 2019 году оно сильно снизилось. Отметим, что в 2023 году общее финансирование уменьшилось по сравнению с предыдущим годом и составила 14707000,7 тыс. сомов [270] (рисунок 3.1).

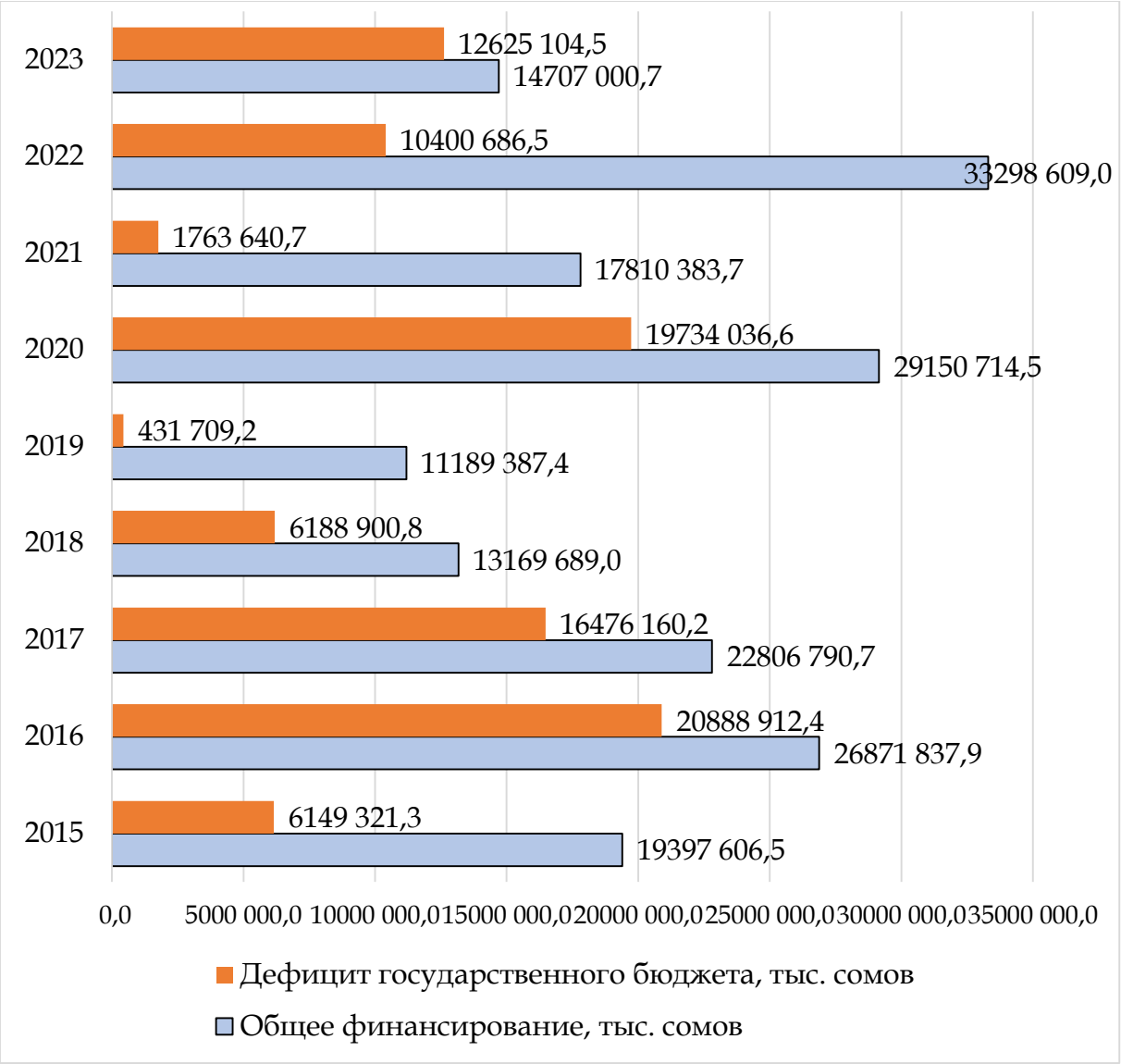


Рисунок 3.1. Дефицит государственного бюджета Кыргызской Республики и объемы его финансирования за 2015-2023 годы, тыс. сомов

Источник составлен по данным [270]

Внутренние источники финансирования дефицита бюджета, в основном, представлены налоговыми поступлениями, прибылью от государственных предприятий и другими внутренними доходами.

Внутреннее финансирование дефицита бюджета сильно колеблется в течение исследуемого периода. Например, в 2018 году объем внутреннего финансирования достигает своего пика - 11 322 623,6 тыс. сомов, в то время как в 2023 году этот показатель значительно снижается до 556 474,6 тыс. сомов [270] (рисунок 3.2).

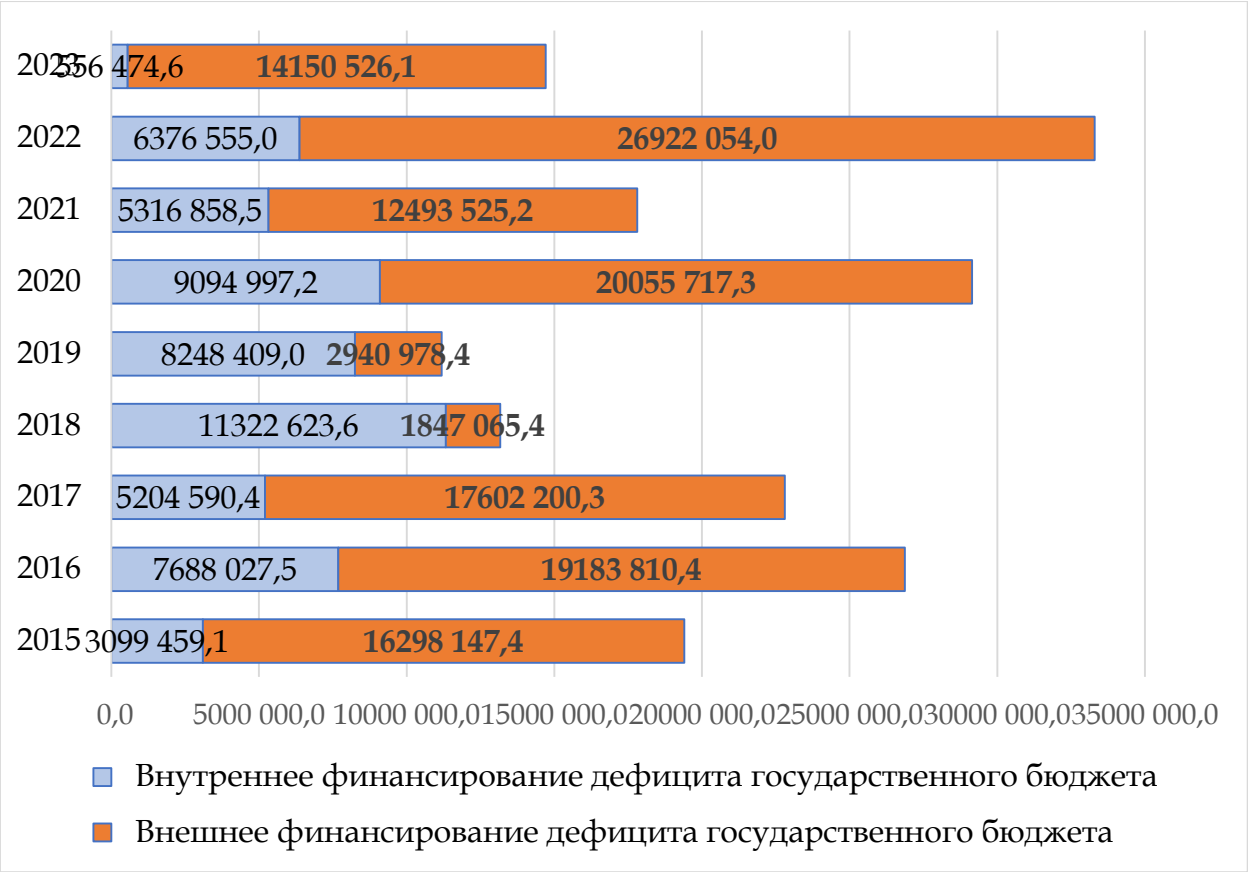


Рисунок 3.2. Источники финансирования дефицита государственного бюджета Кыргызской Республики за 2015-2023 годы, тыс. сомов

Источник составлен по данным [270]

Внешние финансирование также подвержено значительным изменениям в течение рассматриваемого периода. Например, в 2022 году объем внешнего финансирования достигает своего максимума - 26 922 054,0 тыс. сомов, в то время как в 2018 году этот показатель сильно снижается до 1 847 065,4 тыс. сомов [270].

Внешние источники финансирования включают в себя получение займов и помощь от международных финансовых институтов, а также другие формы внешнего финансирования.

Внешнее финансирование, как правило, играет значительную роль в финансировании дефицита бюджета, особенно в периоды экономических кризисов или финансовых трудностей.

Динамика источников финансирования дефицита бюджета Кыргызской

Республики характеризуется переменчивостью.

Внутреннее финансирование дефицита государственного бюджета в 2023 году составляло3,78%, тогда как внешнее финансирование – 96,22% [270] (рисунок 3.3).

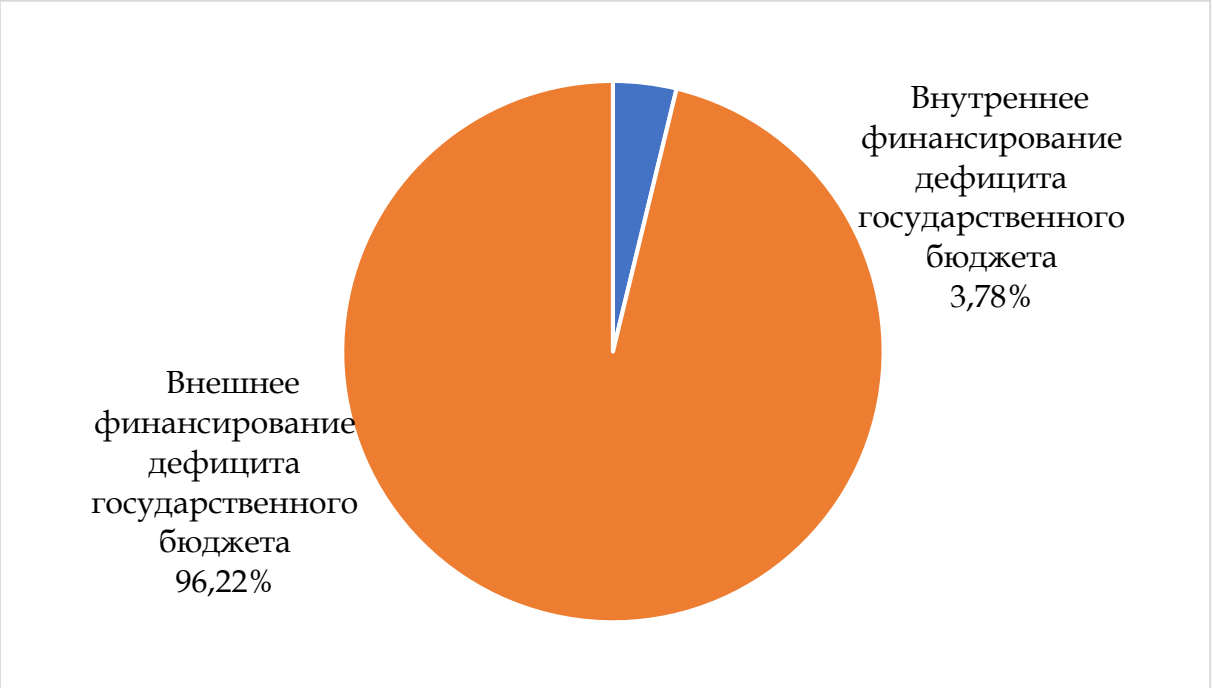


Рисунок 3.3. Структура финансирования дефицита государственного бюджета Кыргызской Республики в 2023 году, %

Источник составлен по данным [270]

Зависимость от внешних источников финансирования, особенно в кризисные периоды, может увеличивать уязвимость финансовой системы страны. Развитие внутренних источников доходов и сокращение зависимости от внешних займов может способствовать финансовой устойчивости государства в долгосрочной перспективе.

В 2023 году уровень внутреннего долга Кыргызской Республики составил 145 013,37 млн сом., в то время как внешний долг составил 414 490,20 млн сом. [270] (рисунок 3.4).

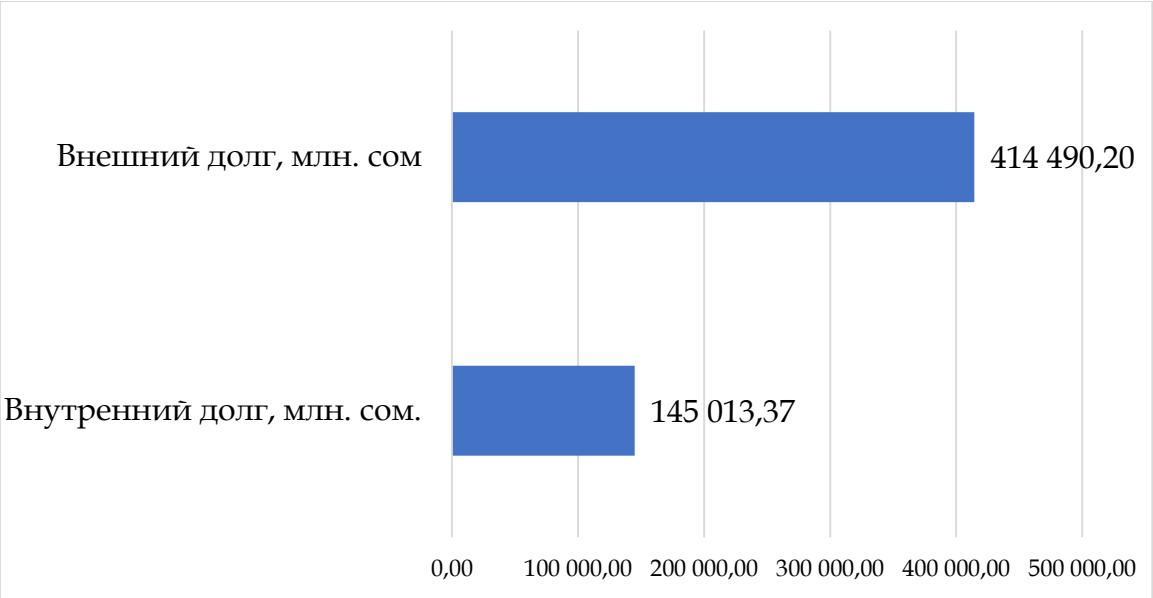


Рисунок 3.4. Государственный долг Кыргызской Республики на 31.12.2023 года, млн сом.

Источник составлен по данным [270]

Анализ структуры внутреннего долга Кыргызской Республики в 2023 году, показал, что она имеет разнообразную структуру, включающую как краткосрочные, так и долгосрочные ценные бумаги. Рассмотрим каждый тип ценных бумаг подробнее. Краткосрочные ценные бумаги представлены государственными казначейскими векселями (ГКВ) на сумму 260,63 млн сом. ГКВ обычно имеют срок обращения до одного года и являются одним из инструментов государственного займа для покрытия временного дефицита бюджета.

Долгосрочные ценные бумаги представлены казначейскими обязательствами (КО) и государственными казначейскими облигациями (ГКО) на общую сумму 144 088,81 млн сом.

Казначейские обязательства (КО) составляют 1 864,35 млн сом. и обычно представляют собой обязательства правительства по выплате процентов по заемным средствам.

Государственные казначейские облигации (ГКО) составляют основную часть долгосрочных ценных бумаг и находятся в обращении на различные сроки (от 2 до 10, 15, 20 лет) на сумму 142 190,15 млн сом. [270] (рисунок 3.5).

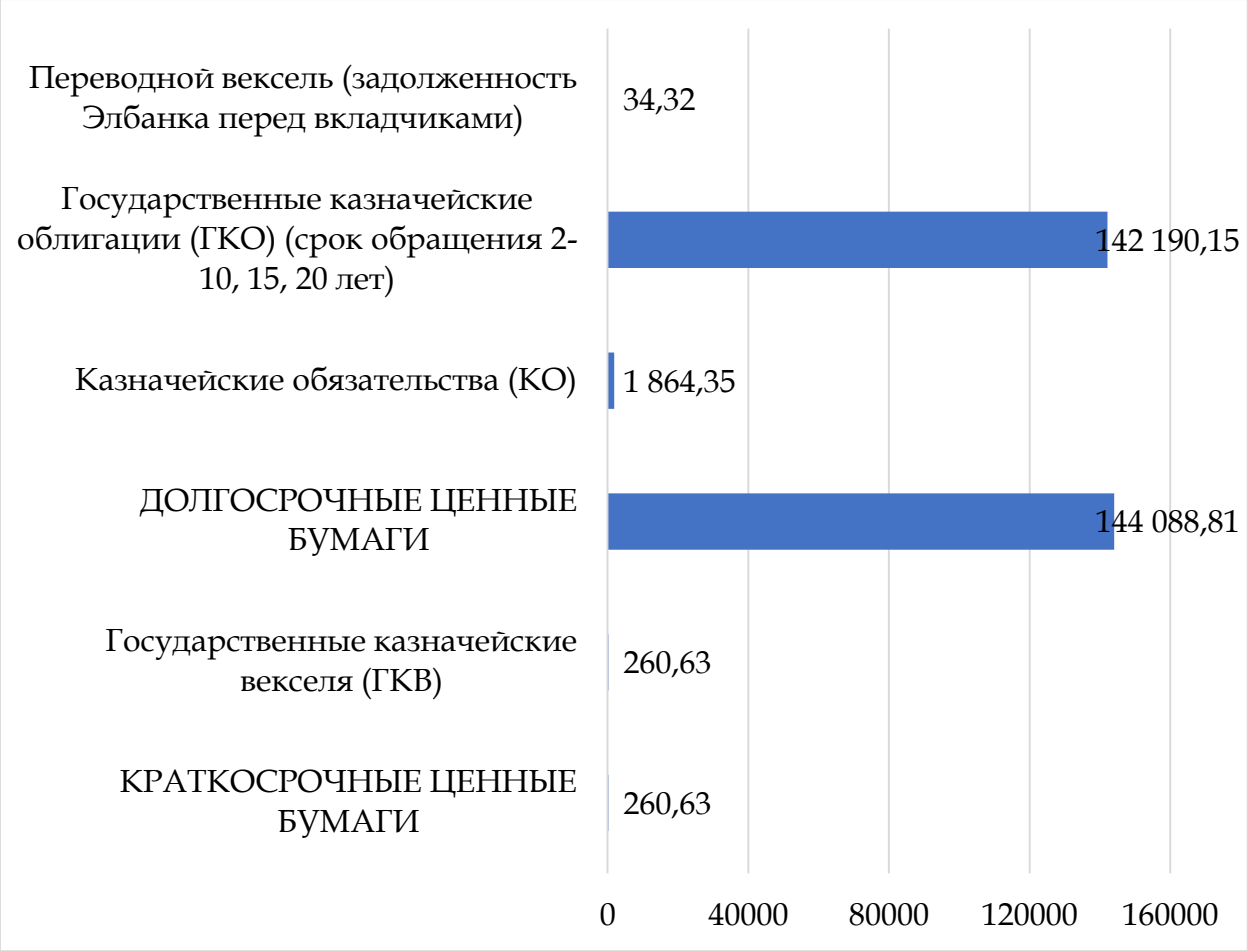


Рисунок 3.5. Структура внутреннего долга Кыргызской Республики в 2023 году, млн сом.

Источник составлен по данным [270]

Переводной вексель на сумму 34,32 млн сом. представляет собой задолженность Элбанка перед вкладчиками. Это может быть обязательство по возврату средств вкладчикам или другие финансовые обязательства.

Структура внутреннего долга Кыргызской Республики в 2023 году отражает разнообразие инструментов займа, включая как краткосрочные, так и долгосрочные ценные бумаги. Она также указывает на необходимость правительственной политики в области управления долговой нагрузкой и обеспечения финансовой стабильности страны. В январе 2024 года из республиканского бюджета Кыргызской Республики на обслуживание государственного долга было фактически выделено средств на сумму 2 718,1 млн сом. Эти средства распределились следующим образом: на

государственный внешний долг было направлено 1 316,8 млн сом., а на государственный внутренний долг - 1 401,3 млн сом.

Таблица 3.1 - Обслуживание государственного долга за январь 2024 года, млн сом

	Основная сумма	Проценты	Прочие	Итого
Государственный внешний долг	761,9	553,8	1,1	1 316,8
Государственный внутренний долг	794,8	606,5	-	1 401,3
Всего государственный долг	1 556,7	1 160,3	1,1	2 718,1

Источник составлена по данным [270]

Государственные ценные бумаги - это один из самых надежных инструментов инвестирования, где в качестве гаранта выступает само правительство. Государственные ценные бумаги от имени Кабинета Министров КР выпускает Министерство финансов КР. В зависимости от срока обращения они делятся на краткосрочные - государственные казначейские векселя (ГКВ) и долгосрочные - государственные казначейские облигации (ГКО).

Государственные казначейские векселя – это краткосрочные, дисконтные государственные ценные бумаги со сроком обращения 3, 6, 12 месяцев. Номинальная стоимость одного ГКВ равна 100 сомам.

Государственные казначейские облигации - долгосрочные государственные ценные бумаги правительства КР сроком обращения 2, 3, 5, 7 и 10 лет с процентным доходом - так называемым купоном. Именно этим купоном ГКО отличается от ГКВ. Купонная ставка определяется Министерством финансов вместе с другими параметрами аукциона.

В Кыргызской Республике государственные ценные бумаги представлены облигациями и казначейскими счетами. Облигации представляют собой долговые ценные бумаги, выпускаемые правительством

на определенный срок и с фиксированной доходностью. Казначейские счета – это бумаги краткосрочного характера, с плавающей доходностью.

Нацбанк КР выступает в качестве финансового агента правительства по организации и проведению аукционного размещения государственных ценных бумаг, предоставляет услуги по депозитарному учету и проведению расчетов по государственным ценным бумагам на безвозмездной основе.

Целями выпуска ГКВ и ГКО являются финансирование текущего дефицита республиканского бюджета и рефинансирование госдолга, по которому наступает срок платежей.

Объем каждого выпуска ГКВ и ГКО определяется Минфином, исходя из предельного объема, установленного на соответствующий год законом КР «О республиканском бюджете Кыргызской Республики» и текущего дефицита государственного бюджета.

Информация о предстоящих аукционах и его параметрах - срочности ГЦБ, объемах - публикуется на сайте Нацбанка. Аукционы по размещению ГКВ и ГКО проводятся в сроки, определенные Минфином КР. Все этапы проведения аукциона проводятся через автоматизированную торговую систему Нацбанка. После утверждения Министерством финансов результатов аукциона на веб-сайте Национального банка публикуются сводные результаты аукциона ГЦБ. На сайте регулятора размещены НПА Нацбанка, регулирующие выпуск, размещение, обращение и погашение ГЦБ.

Одним из преимуществ государственных ценных бумаг является их надежность. Поскольку выпуск и обслуживание государственных ценных бумаг осуществляются правительством, они считаются одними из самых надежных инструментов инвестирования. Кроме того, государственные ценные бумаги являются ликвидными, то есть их можно купить или продать в любой момент времени.

В то же время, государственные ценные бумаги могут иметь низкую доходность по сравнению с другими видами инвестиций. Это связано с тем, что они считаются одними из самых безрисковых инструментов на рынке.

Еще одним фактором, который следует учитывать при анализе государственных ценных бумаг как объекта инвестирования, является инфляция. Если уровень инфляции выше, чем доходность государственных ценных бумаг, то реальная стоимость инвестиций может снизиться.

Тем не менее, государственные ценные бумаги могут быть привлекательным объектом инвестирования для тех, кто стремится защитить свои сбережения и получить стабильный доход при минимальном риске. Кроме того, они могут быть использованы в качестве диверсификации инвестиционного портфеля, позволяя инвесторам снизить риски и увеличить доходность своих инвестиций.

Объемы государственных казначейских векселей (ГКВ) в обращении в Кыргызской Республике имеют важное значение для экономики страны. ГКВ являются инструментом государственного финансирования и служат для привлечения финансовых ресурсов на срок в основном до одного года.

В Кыргызской Республике государственные ценные бумаги выпускаются Министерством финансов КР, а их объемы в обращении зависят от финансовых потребностей государства. Объемы ГКВ в обращении в Кыргызской Республике достигают значительных размеров и представляют собой значимую часть общего объема государственного долга.

Национальный банк Кыргызской Республики (НБКР) регулирует кредитно-денежную политику страны с помощью различных инструментов и механизмов. Один из таких инструментов - это операции на открытом рынке с использованием нот. НБКР может использовать ноты для регулирования кредитно-денежной политики.

Покупка и продажа нот на открытом рынке: НБКР может покупать и продавать ноты на открытом рынке. Путем покупки нот НБКР увеличивает денежную базу в стране, что может способствовать стимулированию экономической активности и увеличению объема кредитования. Продажа нот, напротив, уменьшает денежную базу, что может помочь в борьбе с инфляцией и ужесточить условия кредитования.

Установление процентных ставок: НБКР может использовать ноты для управления процентными ставками. Например, увеличение количества нот в обращении может снизить процентные ставки, поскольку банки будут иметь доступ к более дешевому финансированию, что, в свою очередь, стимулирует кредитование и экономический рост.

Операции репо и реверс-репо: НБКР может проводить операции репо (покупка/продажа ценных бумаг с обязательством их обратного выкупа) и реверс-репо (продажа/покупка ценных бумаг с обязательством их обратного выкупа). Эти операции позволяют НБКР влиять на ликвидность в банковской системе и, следовательно, на процентные ставки.

Контроль резервного требования: НБКР также может использовать ноты для управления резервным требованием коммерческих банков. Увеличение резервного требования приводит к уменьшению доступных банкам средств для кредитования, в то время как его снижение имеет обратный эффект.

Эти и другие меры позволяют НБКР влиять на кредитно-денежную политику страны и достигать определенных целей, таких как контроль инфляции, поддержание экономического роста и обеспечение финансовой стабильности.

Ноты Национального банка - это краткосрочные ценные бумаги, которые выпускаются Национальным банком в безбумажной форме и используются в качестве инструмента денежно-кредитной политики, предназначенного для регулирования денежной массы в обращении. Номинальная стоимость одной ноты составляет 10 000 сом.

Выпуск нот НБКР осуществляется Национальным банком Кыргызской Республики в целях реализации денежно-кредитной политики. Ноты НБКР являются инструментом денежно-кредитной политики, используемым НБКР для регулирования объема и структуры денежной массы. Номинальная стоимость одной ноты НБКР – 10 000 (десять тысяч) сом. Ноты НБКР являются дисконтными ценными бумагами со сроками обращения 7, 14, 28 дней. Ноты НБКР выпускаются в безбумажной форме.

Особенности Нот НБКР:

– Эмитент – НБКР

– Номинальная стоимость одной Ноты - 10 000 сом

– По срокам обращения Ноты НБКР делятся на 7-дневные, 14-дневные, 28-дневные

– Размещение осуществляется на основе аукционов, проводимых НБКР. Аукцион по 7-дневным, 14-дневным, 28-дневны Нотам проводится, как правило, каждый вторник.

– Ноты НБКР выпускаются с 1998 года.

– Исполнение обязательств по Нотам производится НБКР своевременно и в полном объёме.

– Эмиссия Нот (7-дневные, 14-дневные, 28-дневные) - в среду.

3.2. Анализ рынка государственных казначейских векселей и государственных казначейских облигаций

Ретроспективный анализ данных по объему продаж и средневзвешенной доходности ГКВ за период с 2015 по 2023 год показал, что объем продаж ГКВ сильно колеблется в течение периода анализа, а средневзвешенная доходность также имеет свои тенденции роста и падения. Однако, стоит отметить, что после 2020 года объем продаж существенно сократился, достигнув минимальных значений к 2023 году, в то время как средневзвешенная доходность продолжала расти, что может свидетельствовать о повышенном риске или нестабильности на рынке ГКВ.

В 2015 году объем продаж составил 3 777,30 млн сом. В 2016 году этот показатель вырос до 5 719,70 млн сом. В 2017 году произошло снижение объема продаж до 4 151,00 млн сом.

В 2018 году падение продолжилось и объем составил 2 628,40 млн сом. В 2019 году наблюдается рост до 5 446,80 млн сом. В 2020 году произошло

резкое снижение объема продаж до 1 040,70 млн сом. В 2021 году продолжается снижение до 973,2 млн сом. В 2022 году этот показатель еще больше снижается и составляет 213,8 млн сом. В 2023 году объем продаж минимален и составляет всего 11,7 млн сом. [271] (рисунок 3.6)

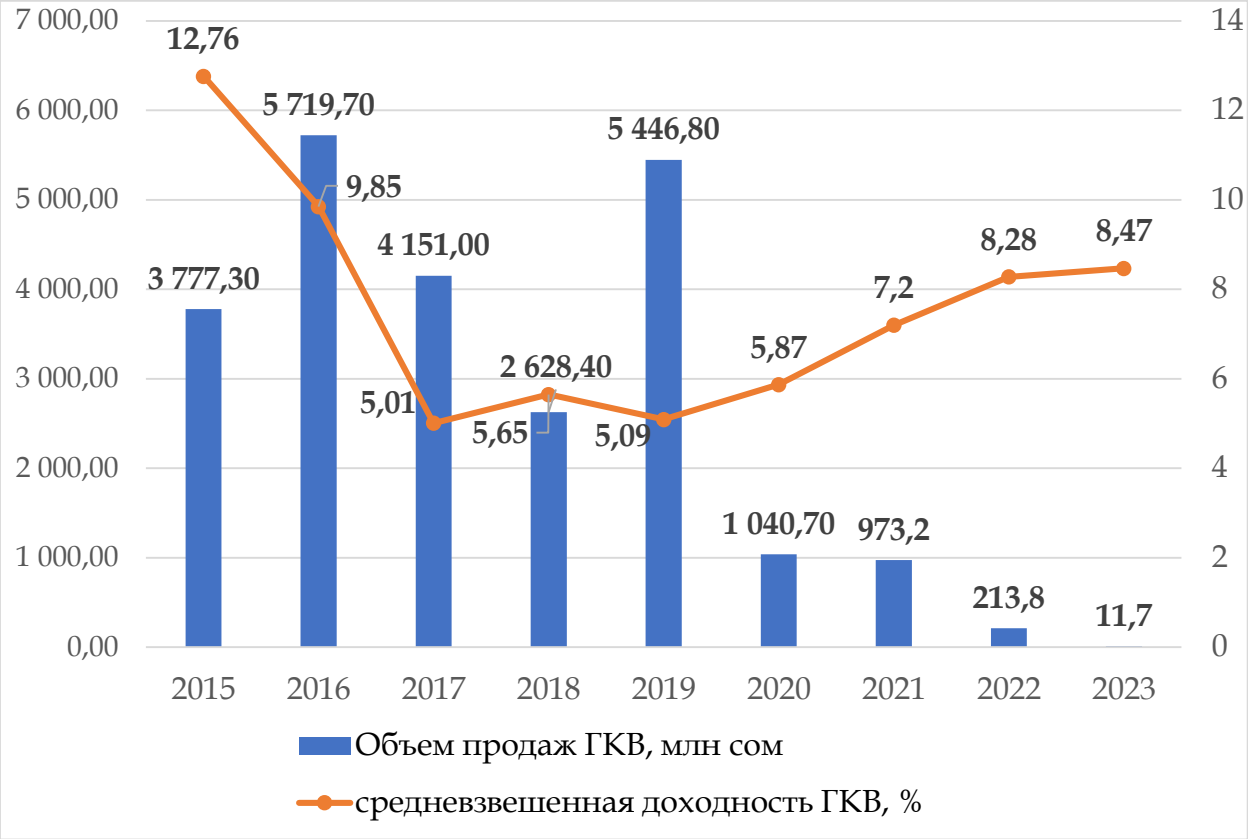


Рисунок 3.6. Объемы продаж ГКВ за 2015-2023 годы, млн сом

Источник составлен по данным [271]

В 2015 году средневзвешенная доходность составила 12,76%. В 2016 году доходность снизилась до 9,85%. В 2017 году произошло дальнейшее снижение до 5,01%. В 2018 году доходность немного возросла до 5,65%. В 2019 году наблюдается небольшое понижение до 5,09%. В 2020 году произошло значительное повышение до 5,87%. В 2021 году доходность увеличилась до 7,2%. В 2022 году она дальше возросла до 8,28%. В 2023 году средневзвешенная доходность достигла своего максимума за анализируемый период и составила 8,47%.

Анализируя объем продаж ГКВ с различными сроками обращения за период с 2015 по 2023 год, можно выделить ключевые моменты. Все категории

продаж ГКВ показывают изменчивые тенденции в объеме продаж.

В 2016 году был резкий скачок объема продаж ГКВ с сроком обращения 3 месяца до 456 млн сом, что в 32 раза превышает объем продаж 2015 года (14 млн сом). В 2018 году произошел еще более внушительный рост этого показателя до 2 628,40 млн сом, в то время как объем продаж с сроком обращения 6 месяцев достиг отметки в 2 628,40 млн сом. Однако в последующие годы (особенно в 2019 и 2020 годах) наблюдается снижение объема продаж, особенно заметное в категориях с сроком обращения 3 и 6 месяцев. [271] (рисунок 3.7)

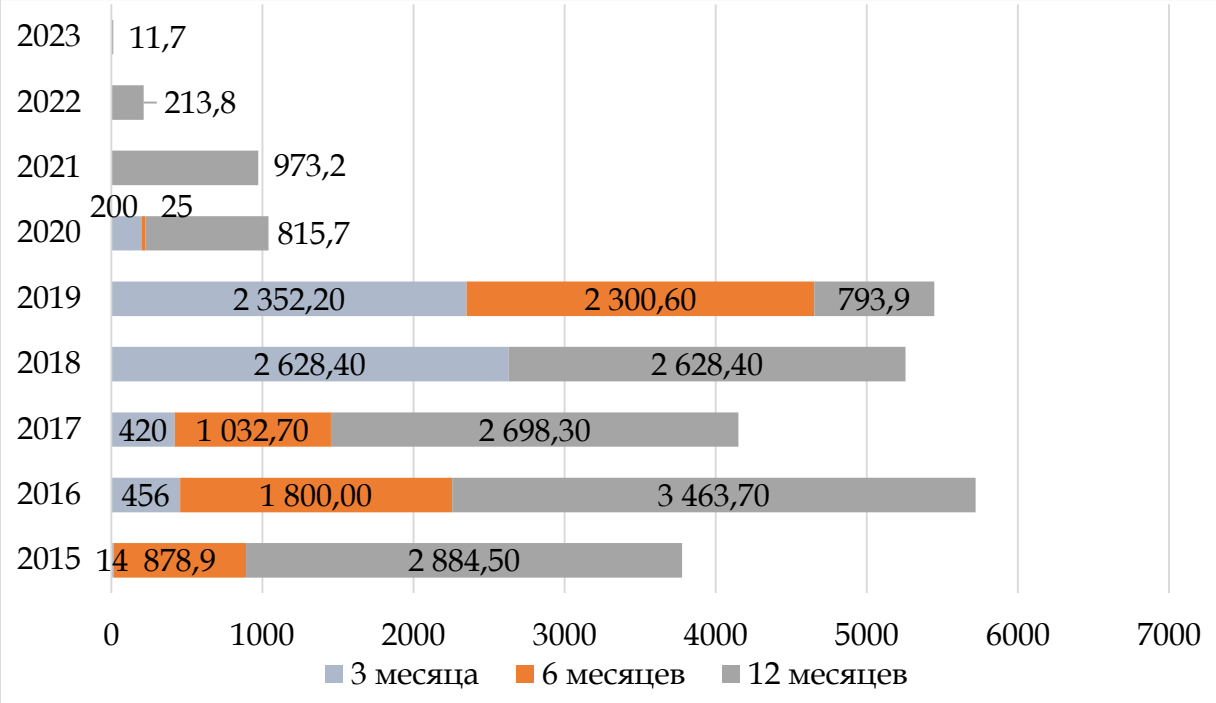


Рисунок 3.7. Объемы продаж ГКВ по срокам обращения за 2015-2023 годы, млн сом

Источник составлен по данным [271]

В 2018 году объем продаж ГКВ с сроком обращения 12 месяцев был выше, чем сроком в 3 или 6 месяцев. В 2023 году наблюдается резкое снижение объема продаж ГКВ с сроком обращения 12 месяцев до 11,7 млн сом по сравнению с предыдущими годами, что может указывать на серьезные проблемы или изменения в бизнес-модели компании. В целом, на протяжении рассматриваемого периода, наблюдается тенденция к уменьшению объема продаж ГКВ, особенно заметная в 2023 году.

В 2021, 2022 и 2023 годах продаж ГКВ с сроком обращения 3 месяца и 6 месяцев не отмечено. Данные за 2023 год выглядят неоднородно, особенно в категории продаж с сроком обращения 12 месяцев, где объем продаж снизился до 11,7 млн сом. Общая тенденция указывает на значительные колебания в объеме продаж ГКВ в течение периода наблюдения, что подчеркивает необходимость принятия гибких стратегий управления и адаптации к изменяющимся рыночным условиям.

Для проведения анализа средневзвешенной доходности ГКВ за период с 2015 по 2023 год, рассмотрим следующие моменты. В среднем, доходность всех категорий ГКВ с разными сроками обращения за период наблюдения демонстрирует изменчивые тенденции. В 2023 году средневзвешенная доходность ГКВ с сроком обращения 12 месяцев составила 8,47%, что является наивысшим показателем по сравнению с другими категориями [271] (рисунок 3.8).

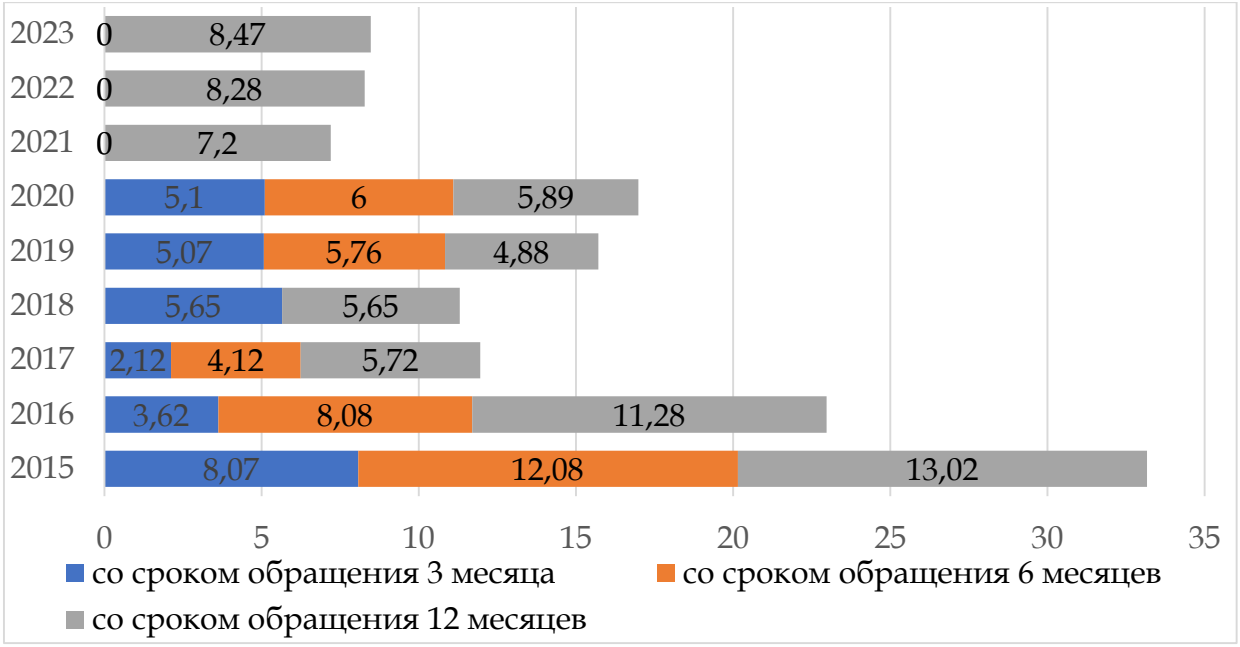


Рисунок 3.8. Средневзвешенная доходность ГКВ по срокам обращения за 2015-2023 годы, %

Источник составлен по данным [271]

Наблюдаются значительные флуктуации в доходности ГКВ в течение периода наблюдения. Например, доходность ГКВ с сроком обращения 6

месяцев в 2016 году составляла 8,08%, что значительно выше, чем в 2017 году (4,12%).

Анализ динамики погашения объемов ГКВ за период с 2015 по 2023 год показал, что в 2015 году объем погашения составил 3 472,50 млн сом. В 2016 году этот показатель вырос до 4 765,00 млн сом. В 2017 году произошло дальнейшее увеличение объема погашения до 5 536,20 млн сом. В 2018 году произошло снижение до 2 922,50 млн сом. 2019 году наблюдается небольшой рост до 3 961,40 млн сом. В 2020 году происходит дальнейший рост до 4 338,70 млн сом. В 2021 году объем погашения резко снижается до 815,7 млн сом.

В 2022 году этот показатель еще уменьшается и составляет 973,2 млн сом. В 2023 году объем погашения минимален и составляет всего 213,8 млн сом.

Распределение погашения ГКВ по срокам обращения показало, что наблюдается рост ГКВ со сроком обращения 3 месяца с 2015 по 2016 год, затем в 2017 году погашение практически прекращается и снова возобновляется в 2018 году, но затем с 2019 по 2023 год погашение данной категории ГКВ нулевое.

Распределение погашения ГКВ со сроком обращения 6 месяцев показало, что наблюдается рост с 2015 по 2017 год, затем в 2018 году происходит снижение, в 2020 году погашение данной категории ГКВ отсутствует, а затем снова возобновляется в 2021 году, но снова становится нулевым с 2022 по 2023 год.

Распределение погашения ГКВ со сроком обращения 12 месяцев показало, что наблюдается рост с 2015 по 2017 год, затем в 2018 году происходит снижение, в 2019 году погашение данной категории ГКВ немного увеличивается, но затем с 2020 по 2023 год продолжает снижаться.

Из анализа данных видно, что в целом объем погашения ГКВ также сильно колеблется в течение периода анализа. Кроме того, можно отметить, что с 2021 по 2023 год погашение ГКВ значительно сократилось, особенно в категориях с коротким сроком обращения (3 и 6 месяцев) [271] (рисунок 3.9)

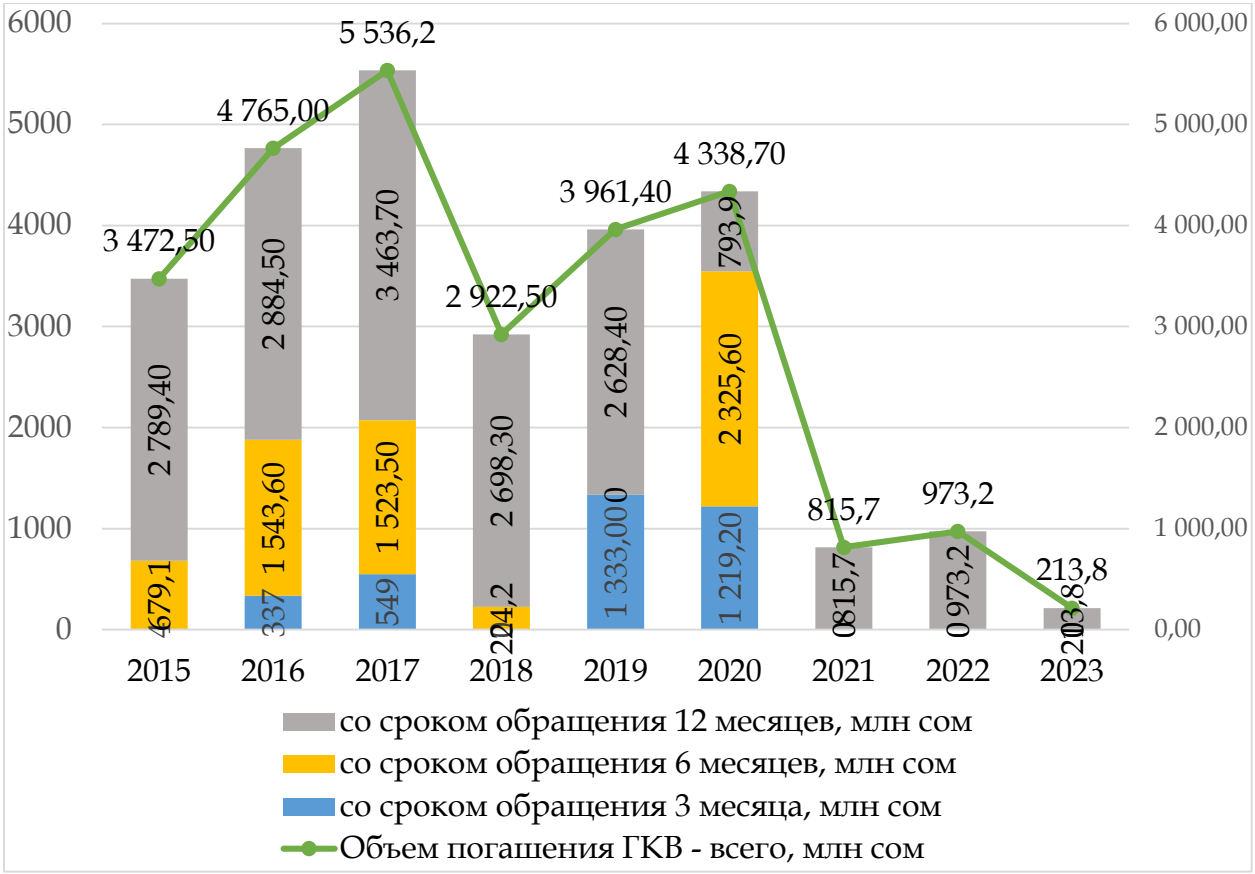


Рисунок 3.9. Объемы погашения ГКВ за 2015-2023 годы, млн сом

Источник составлен по данным [271]

Проведенный анализ данных по объему ГКВ в обращении за период с 2015 по 2023 год показал, что в 2015 году объем ГКВ в обращении составил 3 353,00 млн сом. В 2016 году этот показатель вырос до 4 307,70 млн сом. В 2017 году произошло снижение объема ГКВ в обращении до 2 922,50 млн сом. В 2018 году этот показатель остался примерно на том же уровне - 2 628,40 млн сом. В 2019 году наблюдается рост до 4 113,70 млн сом. В 2020 году объем ГКВ в обращении резко снижается до 815,7 млн сом. В 2021 году этот показатель немного увеличивается до 973,2 млн сом. В 2022 году снова наблюдается небольшое уменьшение до 213,8 млн сом. В 2023 году объем ГКВ в обращении минимален и составляет всего 11,7 млн сом.

Анализ распределения ГКВ по срокам обращения показал, что объем ГКВ со сроком обращения 3 месяца в 2015 году был небольшой, затем он резко вырос в 2016 году, но в 2017 году этот вид ГКВ исчезает из обращения, затем снова возобновляется в 2019 году, но снова исчезает с 2020 по 2023 год.

Анализ распределения ГКВ по срокам обращения 6 месяцев показал, что наблюдается рост с 2015 по 2017 год, затем происходит резкое снижение в 2018 году, далее данный вид ГКВ отсутствует с 2019 по 2023 год.

Анализ распределения ГКВ по срокам обращения 12 месяцев показал, что наблюдается рост с 2015 по 2016 год, затем небольшое снижение в 2017 году, после чего данный вид ГКВ присутствует в обращении с 2018 по 2023 год, но с 2020 года наблюдается резкое снижение объема [271] (рисунок 3.10).

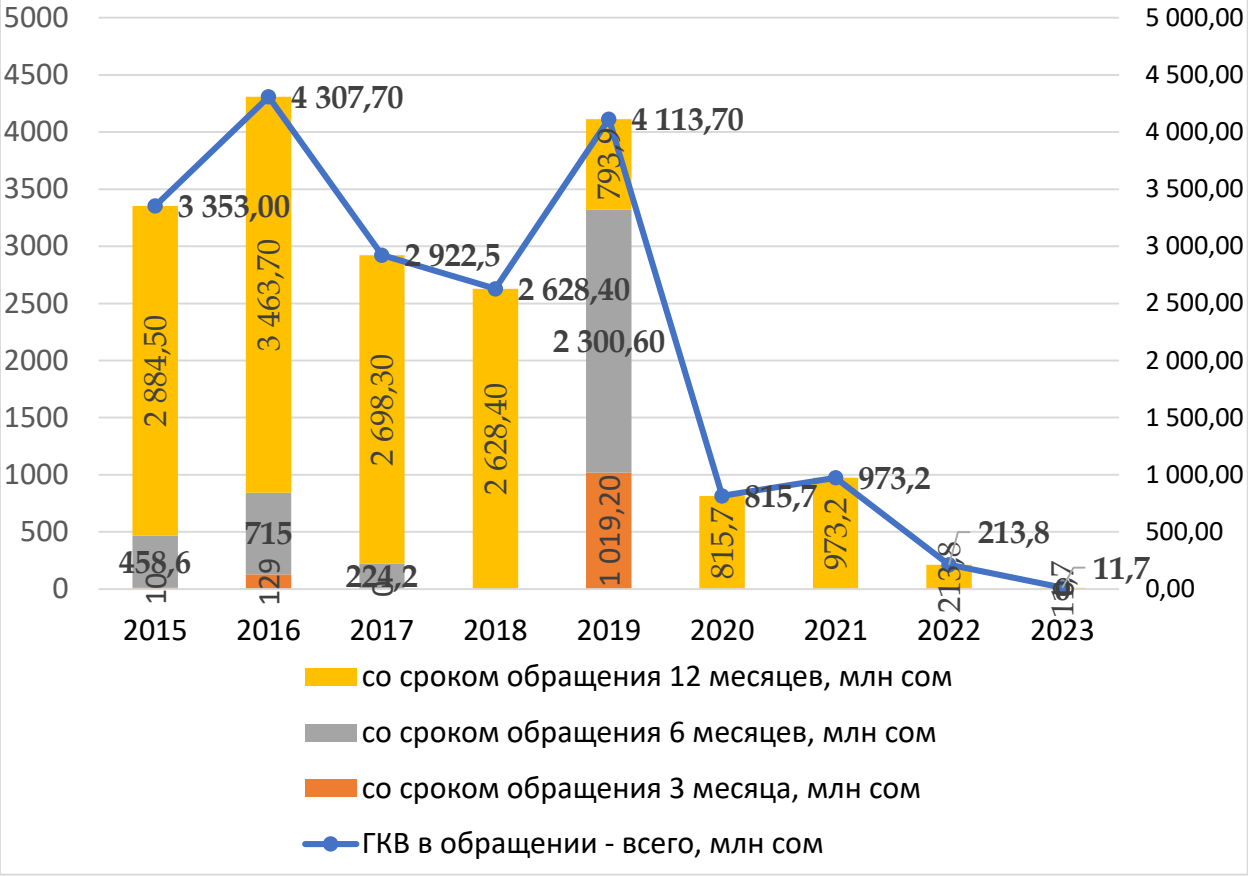


Рисунок 3.10. Объемы ГКВ в обращении за 2015-2023 годы, млн сом

Источник составлен по данным [271]

Из анализа данных видно, что объем ГКВ в обращении сильно колеблется в течение периода анализа. Кроме того, можно отметить, что после 2020 года объем ГКВ в обращении существенно сократился, достигнув минимальных значений к 2023 году. Важно также отметить, что сроки обращения ГКВ существенно варьируются в зависимости от года, и некоторые из них даже полностью исчезают из обращения в определенные периоды

времени.

Одним из главных преимуществ государственных ценных бумаг является их высокая ликвидность и надежность. Это позволяет инвесторам использовать их для сохранения своих финансовых средств на короткий срок, получая при этом стабильный доход. Государственные казначейские ценные бумаги также считаются относительно безрисковыми инвестиционными инструментами, поскольку государство считается надежным заемщиком.

Однако, инвестирование в государственные казначейские ценные бумаги имеет и некоторые ограничения. Во-первых, доходность государственных ценных бумаг может быть ниже, чем доходность других инвестиционных инструментов, таких как акции или облигации, что ограничивает их привлекательность для инвесторов, и вторым, риски, связанные с изменением процентных ставок на рынке, могут повлиять на доходность государственных ценных бумаг.

В свете вышеупомянутых ограничений, правительство Кыргызской Республики должно принимать соответствующие меры для привлечения инвесторов в государственные казначейские ценные бумаги.

ГКВ являются ключевым инструментом государственного финансирования и используются для покрытия бюджетных дефицитов, инвестиций в социальную и экономическую сферы, а также для рефинансирования предыдущих займов.

Объемы ГКВ в обращении в Кыргызской Республике регулярно изменяются в зависимости от экономической ситуации в стране и потребностей правительства в финансировании различных программ и проектов.

В то же время, объемы выпуска ГКВ в Кыргызской Республике ограничены высоким уровнем государственного долга, что может ограничивать возможности правительства в финансировании различных программ и проектов. Кроме того, низкая доходность ГКВ может ограничивать привлекательность этих инструментов для инвесторов.

В целом, объемы ГКВ в обращении в Кыргызской Республике имеют важное значение для обеспечения финансовой стабильности государства и управления государственным долгом. Однако правительству необходимо постоянно работать над улучшением экономической ситуации в стране.

Рост объемов ГКВ в обращении в Кыргызской Республике связан в первую очередь с дефицитом бюджета и нехваткой собственных источников финансирования. Кроме того, низкая доходность альтернативных инструментов инвестирования на рынке капитала, а также отсутствие достаточно развитой корпоративной культуры в Кыргызстане также способствуют увеличению спроса на ГКВ.

Однако, несмотря на то, что ГКВ являются одним из наиболее надежных объектов инвестирования, они также имеют свои риски. В частности, рост уровня государственного долга может привести к увеличению платежей по процентам и ухудшению кредитного рынка.

Действительно, как и любые другие инвестиции, ГКВ не лишены рисков. Один из основных рисков - это риск кредитного дефолта, то есть возможность того, что правительство не будет в состоянии выплатить свои обязательства по погашению долга или процентов.

Еще одним риском является риск изменения процентных ставок. Если процентные ставки на рынке начнут расти, то инвесторы могут потерять деньги на своих инвестициях в ГКВ, которые имеют фиксированный доход.

Также следует учитывать риск инфляции, который может привести к уменьшению реальной доходности инвестиций в ГКВ. Если инфляция будет превышать процентные ставки на ГКВ, то инвесторы потеряют на своих инвестициях в реальном выражении.

Кроме того, стоит отметить, что объемы ГКВ в обращении могут меняться в зависимости от экономической ситуации в стране. Например, если правительство решит увеличить расходы, то оно может вынуждено будет выпустить больше ГКВ, что может привести к уменьшению их стоимости на рынке.

В целом, несмотря на некоторые риски, ГКВ остаются одним из наиболее надежных объектов инвестирования. Однако, как и при любых инвестициях, необходимо проявлять осторожность и анализировать риски, связанные с инвестированием в ГКВ, прежде чем принимать решение об инвестировании.

Анализ динамики объемов продаж ГКО за 2015-2023 годы показал их рост. В 2015 году объем продаж ГКО составил 5 243,50 млн сом. В 2016 году этот показатель вырос до 7 994,70 млн сом. В 2017 году произошло дальнейшее увеличение объема продаж до 13 109,50 млн сом. В 2018 году произошел существенный рост до 19 474,30 млн сом. В 2019 году объем продаж снизился до 11 494,60 млн сом. [271] (рисунок 3.11).



Рисунок 3.11. Объемы продаж ГКО за 2015-2023 годы, млн сом

Источник составлен по данным [271]

В 2020 году происходит дальнейшее снижение объемов продаж ГКО до 16 224,20 млн сом. В 2021 году наблюдается резкий рост до 22 317,20 млн сом. В 2022 году этот показатель продолжает расти до 22 631,40 млн сом. В 2023 году происходит значительный скачок объема продаж до 53 234,20 млн сом.

В 2015 году средневзвешенная доходность ГКО составила 15,98%. В

2016 году этот показатель немного возрос до 16,53%. В 2017 году произошло снижение до 13,02%. В 2018 году доходность дальше снизилась до 11,84%. В 2019 году наблюдается небольшое понижение до 10,3%. В 2020 году произошло незначительное увеличение до 10,95%. В 2021 году доходность увеличилась до 11,07%. В 2022 году произошло существенное увеличение до 14,96%. В 2023 году средневзвешенная доходность достигла своего максимума за анализируемый период и составила 15,59%.

Из анализа данных видно, что объем продаж ГКО сильно колеблется в течение периода анализа, с периодическими скачками и снижениями. Вместе с тем, средневзвешенная доходность ГКО также имеет свои тенденции роста и падения, но общая тенденция к снижению процентных ставок наблюдается с 2015 по 2019 год, после чего начинается постепенное увеличение до 2023 года. Важно отметить, что 2023 год выделяется как по объему продаж, так и по средневзвешенной доходности, что может свидетельствовать о повышенном интересе к данным инструментам инвестирования в этот период.

ГКО являются одним из инструментов, которыми правительства могут привлекать финансирование. Они выпускаются с целью получения краткосрочного кредита и обеспечения финансовой устойчивости государства. В Кыргызской Республике ГКО выпускаются как сроком на 2-5 лет.

Анализируя объемы продаж ГКО по срокам обращения за период с 2015 по 2023 год, можно выделить следующие ключевые моменты.

Объем продаж ГКО со сроком обращения 2 года в 2015 году составил 3 009,20 млн сом, затем пошел на убыль до 2018 года, после чего снова начал расти. В 2023 году объем продаж ГКО сократился до 412,5 млн сом.

Объемы продаж ГКО со сроком обращения 3 года с 2015 по 2023 год росли, достигнув пика в 2023 году - 6 487,70 млн сом.

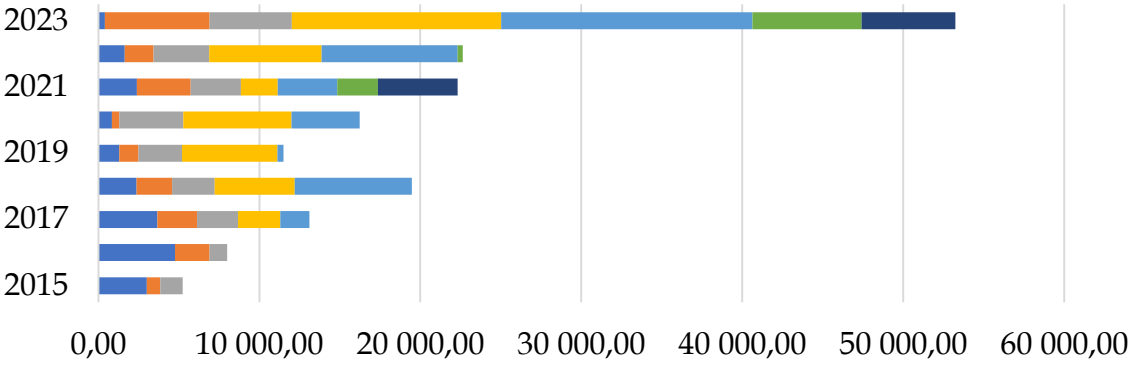
Наблюдается колебание объемов продаж ГКО со сроком обращения 5 лет, с пиком в 2020 году - 3 960,30 млн сом.

Объем продаж со сроком обращения 7 лет значительно возрастал с 2017

по 2023 год, с самым высоким значением в 2023 году - 13 017,60 млн сом.

Объемы продаж со сроком обращения 10 лет с 2017 по 2023 год также значительно возрастали, достигнув максимума в 2023 году - 15 614,20 млн сом.

Объемы продаж со сроком обращения 15 лет и 20 лет появились только в последние годы, с самыми высокими значениями в 2023 году - 6 767,70 млн сом для 15 лет и 5 827,10 млн сом для 20 лет [271] (рисунок 3.12).



	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
2 года	3 009,20	4 758,50	3 665,70	2 382,80	1 309,00	834,8	2 386,60	1 639,60	412,5
3 года	828,5	2 140,90	2 464,90	2 200,00	1 177,10	471,4	3 356,80	1 792,80	6 487,70
5 лет	1 405,70	1 095,30	2 540,00	2 650,00	2 706,70	3 960,30	3 112,00	3 446,40	5 107,40
7 years	0	0	2 638,90	4 971,50	5 937,70	6 738,50	2 282,40	6 993,10	13 017,6
10 years	0	0	1 800,00	7 270,00	364	4 219,10	3 694,80	8 444,20	15 614,2
15 лет	0	0	0	0	0	0	2 528,40	315,3	6 767,70
20 лет	0	0	0	0	0	0	4 956,10		5 827,10

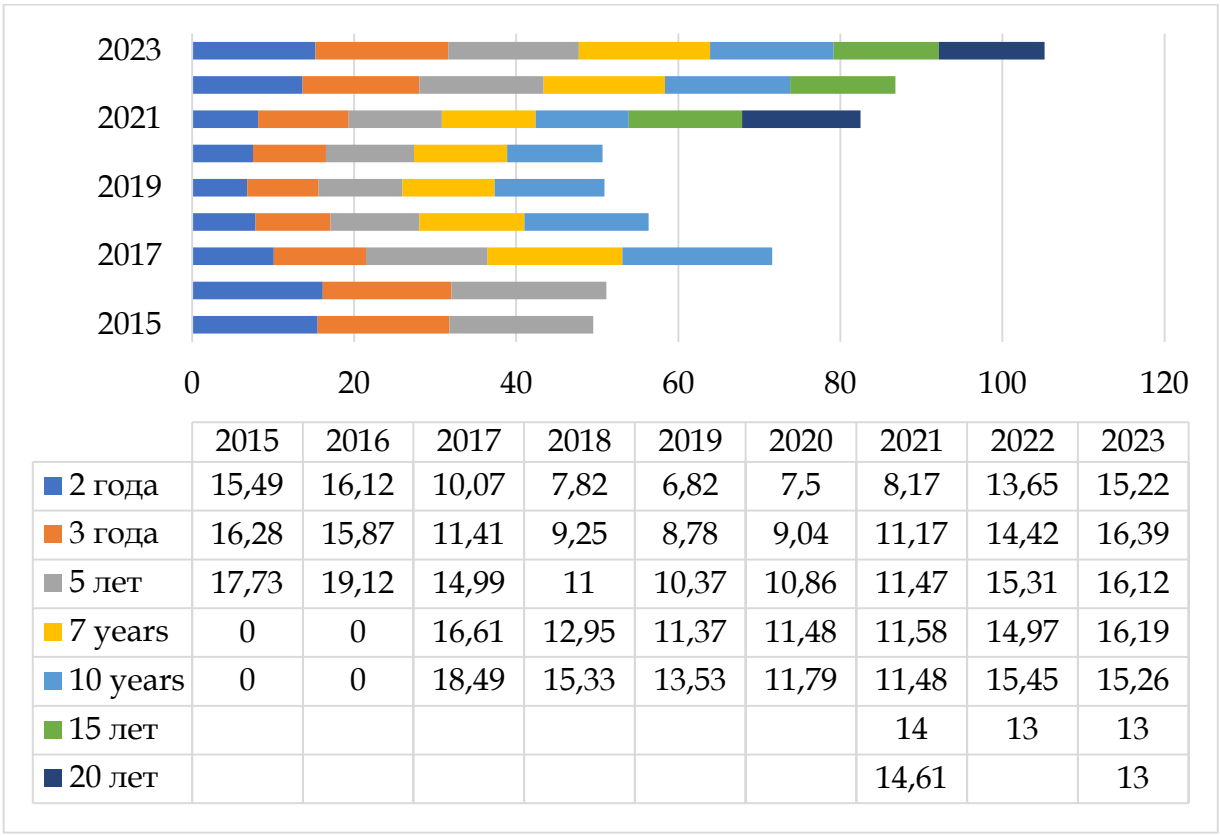
Рисунок 3.12. Объемы продаж ГКО по сроком обращения за 2015-2023 годы, млн сом

Источник составлен по данным [271]

В целом, наблюдается общий тренд роста объемов продаж ГКО с различными сроками обращения за весь период наблюдения, за исключением некоторых колебаний. В отдельные годы наблюдаются значительные флуктуации в объемах продаж в различных категориях сроков обращения, что может быть связано с изменениями в экономической среде, процентных ставках, инвестиционных стратегиях и других факторах.

Анализируя средневзвешенную доходность ГКО по срокам обращения за период с 2015 по 2023 годы, можно выделить следующие ключевые

моменты. Средневзвешенная доходность ГКО со срокам обращения 2 года варьируется от 7,82% в 2018 году до 15,22% в 2023 году. Средневзвешенная доходность ГКО со срокам обращения 3 года также растет с течением времени, начиная с 9,25% в 2018 году и достигая 16,39% в 2023 году [271] (рисунок 3.13).



	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
2 года	15,49	16,12	10,07	7,82	6,82	7,5	8,17	13,65	15,22
3 года	16,28	15,87	11,41	9,25	8,78	9,04	11,17	14,42	16,39
5 лет	17,73	19,12	14,99	11	10,37	10,86	11,47	15,31	16,12
7 years	0	0	16,61	12,95	11,37	11,48	11,58	14,97	16,19
10 years	0	0	18,49	15,33	13,53	11,79	11,48	15,45	15,26
15 лет							14	13	13
20 лет							14,61		13

Рисунок 3.13. Средневзвешенная доходность ГКО по сроком обращения за 2015-2023 годы, млн сом

Источник составлен по данным [271]

Средневзвешенная доходность ГКО со срокам обращения 5 лет колеблется от 10,37% в 2019 году до 16,12% в 2023 году. Средневзвешенная доходность ГКО со срокам обращения 7 лет и 10 лет растет с 2017 по 2023 год.

Некоторые категории, такие как ГКО с сроком обращения 7 лет и 10 лет, показывают нулевую доходность в начале периода и затем демонстрируют постепенный рост доходности с течением времени. Общий тренд показывает, что более длительные сроки обращения обычно имеют более высокую средневзвешенную доходность, что соответствует общей логике

инвестирования.

Анализ динамики объемов погашения ГКО показал, что в 2015 году объем погашения ГКО составил 2362,5 млн сом. В 2016 году этот показатель вырос до 4333,8 млн сом. В 2017 году произошло снижение объема погашения до 3059,2 млн сом. В 2018 году объем погашения снова увеличился и составил 5587,0 млн сом. В 2019 году наблюдается дальнейший рост до 6216,5 млн сом. В 2020 году объем погашения остается примерно на том же уровне - 6253,4 млн сом. В 2021 году происходило снижение до 4604,3 млн сом. В 2022 году этот показатель немного увеличивается до 4551,9 млн сом. В 2023 году объем погашения снова увеличивается и достигает 5508,0 млн сом. [271] (рисунок 3.14).

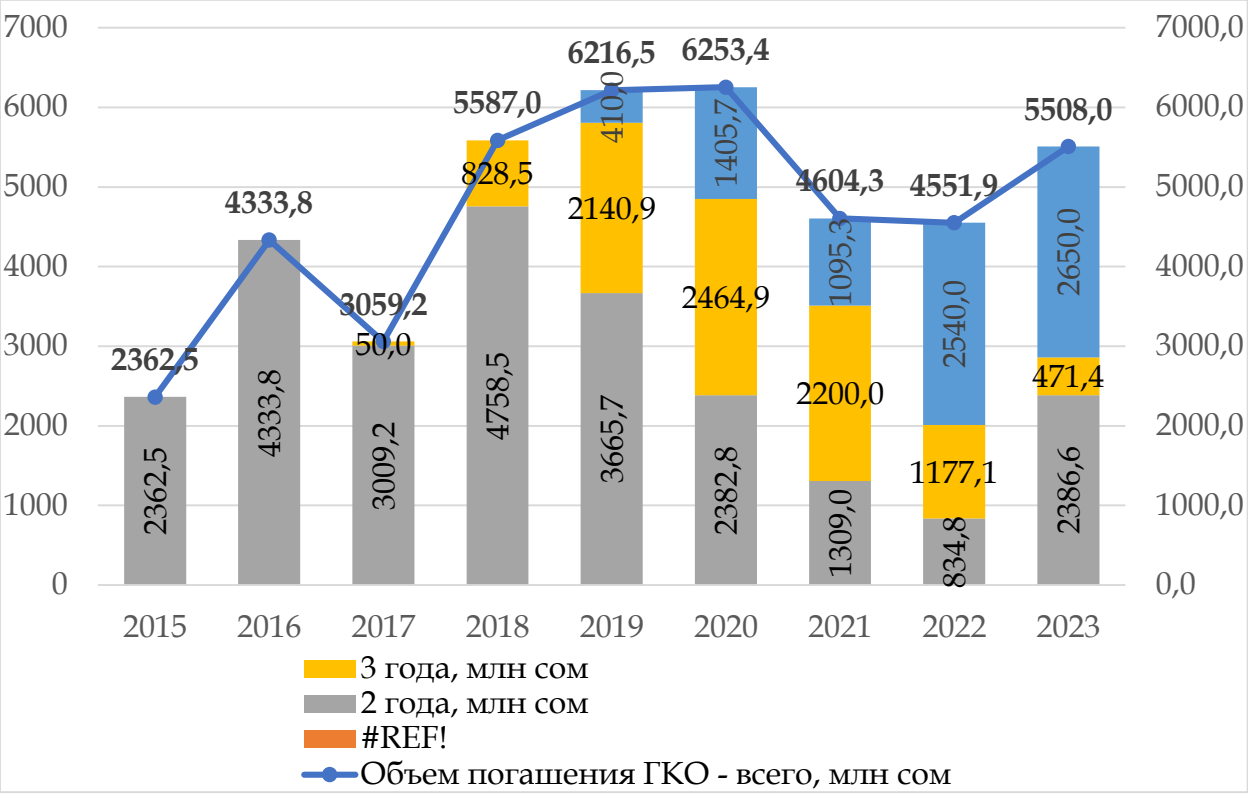


Рисунок 3.14. Объемы погашения ГКО за 2015-2023 годы, млн сом

Источник составлен по данным [271]

.

Из анализа данных видно, что объем погашения ГКО также сильно колеблется в течение периода анализа. Кроме того, можно отметить, что в каждом из сроков обращения наблюдаются различные тенденции роста и

снижения в зависимости от года. Например, сроки обращения 3 года и 5 лет начинают активно использоваться в погашении только с определенного периода времени.

Рост объемов выпуска ГКО в 2022 году можно объяснить несколькими факторами. Во-первых, в условиях неопределенности, вызванной пандемией, правительство Кыргызстана искало способы привлечения финансирования для поддержки экономики и социальных программ. Во-вторых, снижение депозитных ставок в 2020 году привело к уменьшению доходности банковских депозитов, что сделало ГКО более привлекательным инструментом инвестирования для населения и банков.

Анализ распределение погашения ГКО со сроком обращения 2 года показал, что наблюдается общий рост объема погашения с 2015 по 2018 год, затем небольшое снижение в 2019 году, далее происходит существенное снижение в 2020 году, а затем наблюдается дальнейший рост в 2021-2023 годах.

Анализ распределение погашения ГКО со сроком обращения 3 года показал, что начиная с 2017 года наблюдается рост объема погашения, который продолжается до 2021 года, а затем происходит снижение в 2022 и 2023 годах.

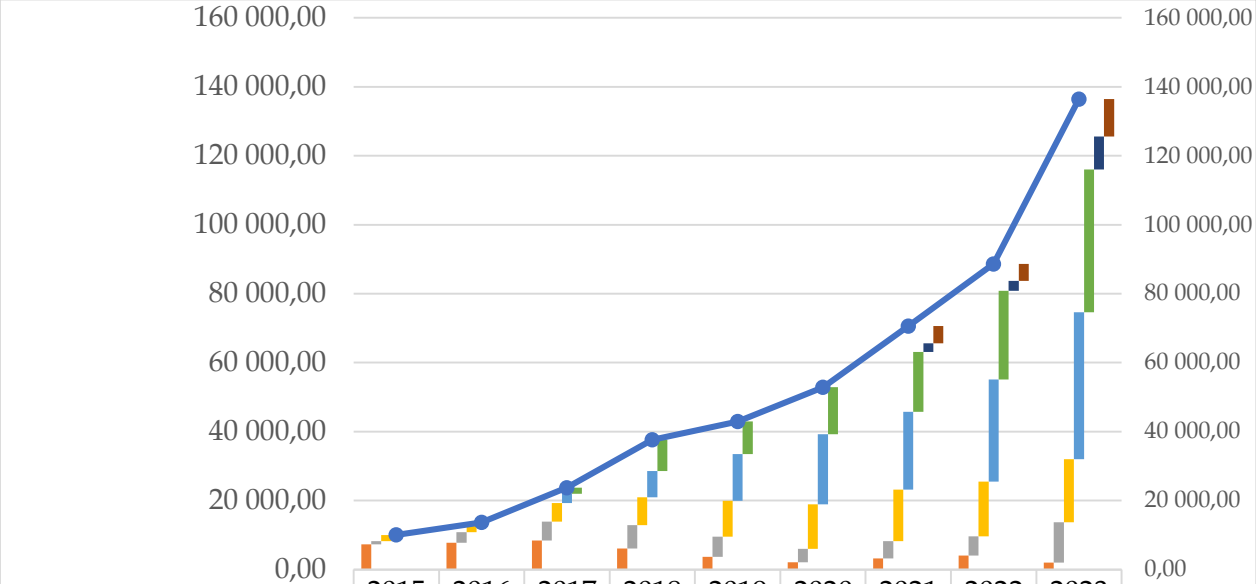
Анализ распределение погашения ГКО со сроком обращения 5 лет показал, что наблюдается этот вид ГКО появляется в погашении только с 2019 года, при этом наблюдается рост его объема до 2022 года, а затем небольшое снижение в 2023 году

Однако, несмотря на увеличение объемов выпуска ГКО в 2022 году, общий объем этих облигаций в Кыргызской Республике остается невысоким по сравнению с другими странами. Кроме того, ограниченность инвестиционной базы в стране и снижение доходности ГКО в последние годы могут стать препятствием для привлечения инвесторов и дальнейшего увеличения объемов выпуска.

Однако следует отметить, что увеличение объемов ГКО может привести

к риску переполнения краткосрочного долга и ухудшению кредитного рейтинга страны. Поэтому важно не только повышать доходность ГКО, но и осуществлять диверсификацию источников финансирования, включая привлечение долгосрочных инвестиций.

Анализ динамики объемов ГКО в обращении за период с 2015 по 2023 год показал, что в 2015 году объем ГКО в обращении составил 10 037,30 млн сом. В 2016 году этот показатель вырос до 13 698,10 млн сом. [271] (рисунок 3.15).



	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
20 лет						0,00	4 956,1	4 956,1	10 783,
15 лет						0,00	2 528,4	2 843,7	9 611,5
10 лет			1 800,0	9 070,0	9 434,0	13 653,1	7 348,2	5 792,4	1 406,
7 лет			2 638,9	7 610,4	13 548,2	0 286,2	2 569,2	9 562,4	2 579,
5 лет	1 815,7	2 911,0	5 451,0	8 101,0	10 397,1	2 952,1	4 969,1	5 875,1	8 332,
3 года	878,5	3 019,4	5 434,3	6 805,8	5 842,0	3 848,5	5 005,3	5 621,0	11 637,
2 года	7 343,0	7 767,7	8 424,2	6 048,4	3 691,8	2 143,9	3 221,4	4 026,2	2 052,1
ГКО в обращении	10 037,1	3 698,2	3 748,3	7 635,4	2 913,5	2 884,7	0 597,8	8 676,1	36 402

Рисунок 3.15. Объемы ГКО в обращении за 2015-2023 годы, млн сом

Источник составлен по данным [271]

В 2017 году произошло дальнейшее увеличение объема ГКО в обращении до 23 748,40 млн сом. В 2018 году произошел существенный рост до 37 635,60 млн сом. В 2019 году наблюдается дальнейший рост до 42 913,70 млн сом. В 2020 году объем ГКО в обращении снова увеличивается до 52

884,40 млн сом. В 2021 году этот показатель продолжает расти до 70 597,30 млн сом. В 2022 году происходит дальнейший рост до 88 676,70 млн сом. В 2023 году объем ГКО в обращении существенно увеличивается и достигает 136 402,90 млн сом. Анализ распределения ГКО по срокам обращения показал, что наблюдается разнообразие сроков обращения ГКО с 2 до 20 лет. По всем срокам обращения наблюдается общий тренд роста в период с 2015 по 2023 год. Сроки обращения 2 и 3 года в общей сложности занимают основную часть объема ГКО в обращении. Сроки обращения 5, 7, 10, 15 и 20 лет также присутствуют, при этом наблюдается увеличение их объема с течением времени. Из анализа данных видно, что объем ГКО в обращении сильно растет в течение периода анализа. Это может свидетельствовать о растущей популярности и привлекательности этих инструментов для инвесторов и государства. Кроме того, разнообразие сроков обращения ГКО позволяет разносторонне использовать их в инвестиционных стратегиях и управлении долговым портфелем.

3.3. Анализ рынка Нот Национального банка Кыргызской Республики

Анализ динамики объемов продаж нот Национального банка Кыргызской Республики (НБКР) показал, что в 2015 году объем продаж нот составил 67 939,70 млн сом. В 2016 году этот показатель вырос до 110 293,40 млн сом. В 2017 году произошло снижение объема продаж до 84 940,30 млн сом. В 2018 году объем продаж снова увеличился и составил 109 083,00 млн сом. В 2019 году наблюдается дальнейший рост до 133 681,60 млн сом. В 2020 году объем продаж значительно увеличивается до 276 704,40 млн сом. В 2021 году этот показатель продолжает расти до 280 196,50 млн сом. В 2022 году происходит дальнейший рост до 457 516,80 млн сом. В 2023 году объем продаж существенно увеличивается и достигает 854 102,30 млн сом. [271] (рисунок 3.16).



Рисунок 3.16. Объем продаж Нот НБКР за 2015-2023 годы, млн сом

Источник составлен по данным [271]

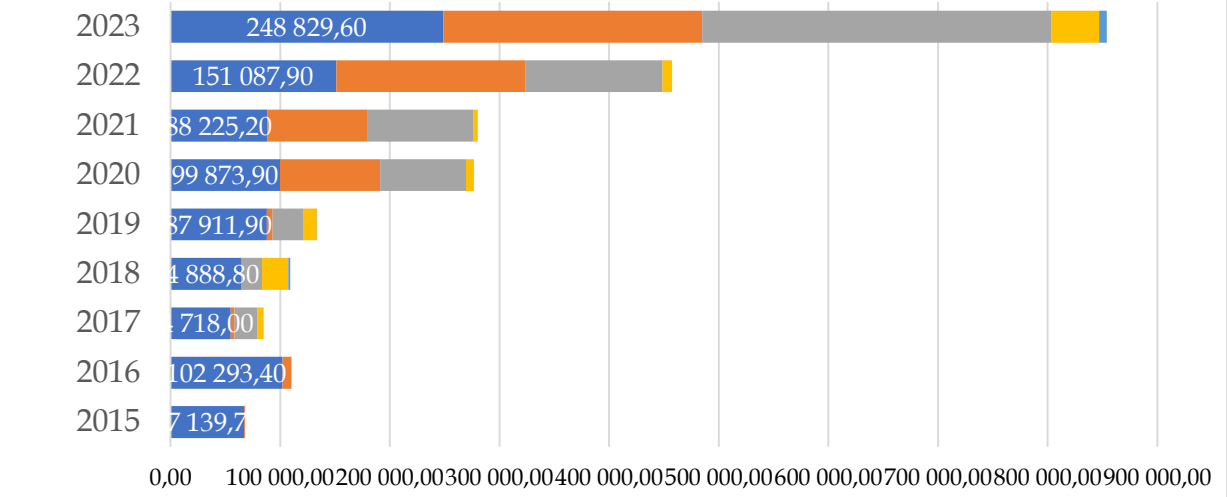
Анализ средневзвешенной доходности Нот НБКР показал, что в 2015 году средневзвешенная доходность составила 9,92%. В 2016 году этот показатель снизился до 2,58%. В 2017 году дальнейшее снижение до 1,95%. В 2018 году доходность вновь увеличилась до 2,97%. В 2019 году наблюдается дальнейший рост до 3,84%. В 2020 году происходит значительное увеличение до 5,5%. В 2021 году этот показатель продолжает расти до 5,74%. В 2022 году происходит дальнейший рост до 11,98%. В 2023 году средневзвешенная доходность остается высокой и составляет 11,9%.

Из анализа данных видно, что объем продаж нот НБКР резко увеличивается с 2020 по 2023 год, достигая значительных значений в 2023 году. Кроме того, средневзвешенная доходность нот сначала снижается в 2016-2017 годах, а затем начинает расти, особенно с 2020 года. Важно отметить, что в 2022-2023 годах средневзвешенная доходность достигает высоких значений, что может быть связано с повышенным спросом на ноты в этот период времени или изменением условий на рынке.

Анализ данных по объему продаж нот НБКР по различным срокам обращения за период с 2015 по 2023 год показал, что наблюдается общий тренд роста объема продаж 7-дневных нот. Особенно значительный рост наблюдается в 2022-2023 годах, когда объем продаж достигает самых высоких значений.

В начале периода (2015-2017 годы) объемы продаж 14-дневных нот были невысокими, однако с 2018 года наблюдается существенный рост, а особенно в 2021-2023 годах.

28-дневные ноты начали продаваться с 2017 года, и с тех пор наблюдается рост объемов продаж с каждым годом, особенно выраженный в 2022-2023 годах. Также наблюдается общий рост объемов продаж 91-дневных нот с 2017 года, особенно значительный в 2018 году. В последующие годы, 91-дневные ноты также имеют стабильный спрос [271] (рисунок 3.17).



	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
7 дн.	67 139,7	102 293,	54 718,0	64 888,8	87 911,9	99 873,9	88 225,2	151 087,	248 829,
14 дн.	800	8 000,00	3 638,00	312	5 100,00	91 228,3	90 989,2	172 458,	236 103,
28 дн.	0	0	20 969,8	18 363,5	27 788,5	78 450,4	97 375,6	125 125,	318 286,
91 дн.	0	0	5 614,50	23 938,4	12 681,2	7 151,80	3 606,50	8 845,80	43 737,6
182 дн.	0	0	0	1 580,30	200	0,00	0	0	7 145,10

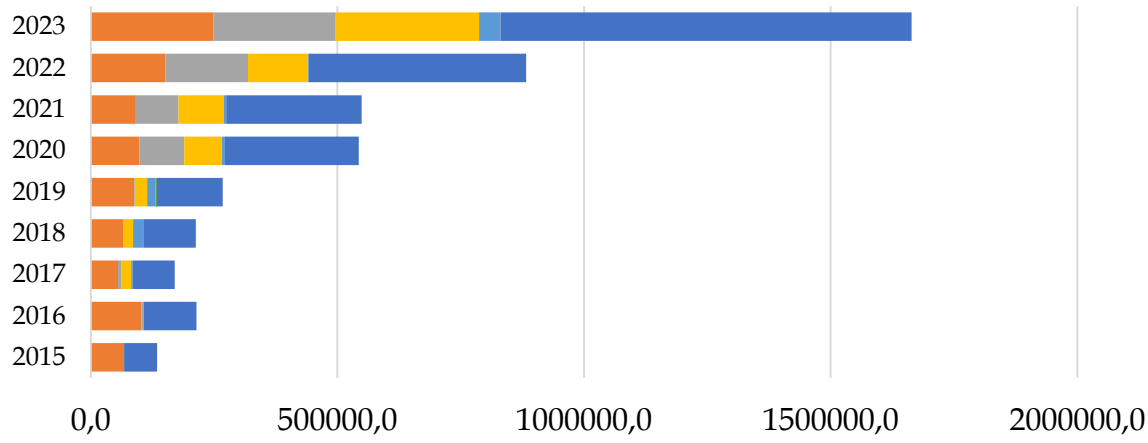
Рисунок 3.17. Объем продаж Нот НБКР по сроком обращения за 2015-2023 годы, млн сом

Источник составлен по данным [271]

182-дневные ноты начали продаваться с 2018 года, и в последующие

годы объемы продаж растут, но остаются невысокими по сравнению с другими сроками обращения. Из анализа данных видно, что все типы нот НБКР показывают общий тренд роста объемов продаж с течением времени, при этом самый значительный рост наблюдается в 2022-2023 годах. Это может свидетельствовать о повышенном интересе к данным инструментам, возможно, связанном с изменениями в финансовой политике или экономической ситуации в стране. Анализ объема погашения нот НБКР за период с 2015 по 2023 годы позволяет выявить несколько важных тенденций и изменений в структуре погашения по различным срокам обращения.

Анализ общего тренда увеличения объема погашения в течение анализируемого периода показывает, что он значительно возрос, начиная с 2015 года и достигая своего пика в 2023 году, превысив 833 миллиона сом. [271] (рисунок 3.18).



	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
7 дн.	67136,5	102380,9	55187,0	65663,8	87911,9	98873,9	89225,2	151087,9	248509,6
14 дн.		4800,0	6383,0	1255,0	1512,0	90797,3	88320,2	167365,5	248195,6
28дн.			20018,8	18548,5	24949,6	76427,5	91459,8	121840,2	290529,7
91 дн.			3365,5	20797,6	17514,8	5642,1	5672,3	1150,0	43182,5
182 дн.					1780,3			0,0	0,0
Всего	67136,5	107180,9	84954,3	106264,9	133668,5	271740,8	274677,5	441443,5	833920,2

Рисунок 3.18. Объем погашения Нот НБКР за 2015-2023 годы, млн сом

Источник составлен по данным [271]

Рассматривая структуру по срокам обращения, можно установить, что объем погашения 7-дневных нот наиболее изменчивый среди всех сроков. Он

сначала увеличивается до 2016 года, затем колеблется в небольших пределах до 2021 года, после чего резко возрастает к 2023 году.

Погашение 14-дневных нот в начале анализируемого периода невелико, но затем растет, особенно с 2020 по 2023 год. Это может указывать на более активное использование этого типа инструмента в банковской практике.

Объем погашения 28-дневных и 91-дневных нот также растет в течение всего периода, но с некоторыми колебаниями. Особенно значительный рост наблюдается с 2020 по 2023 год, что может свидетельствовать о более широком использовании более длительных инструментов финансирования.

С увеличением общего объема погашения можно заметить изменения в структуре погашения по различным срокам. Например, увеличение доли погашения более длительных нот (28- и 91-дневных) может указывать на более долгосрочные стратегии финансирования.

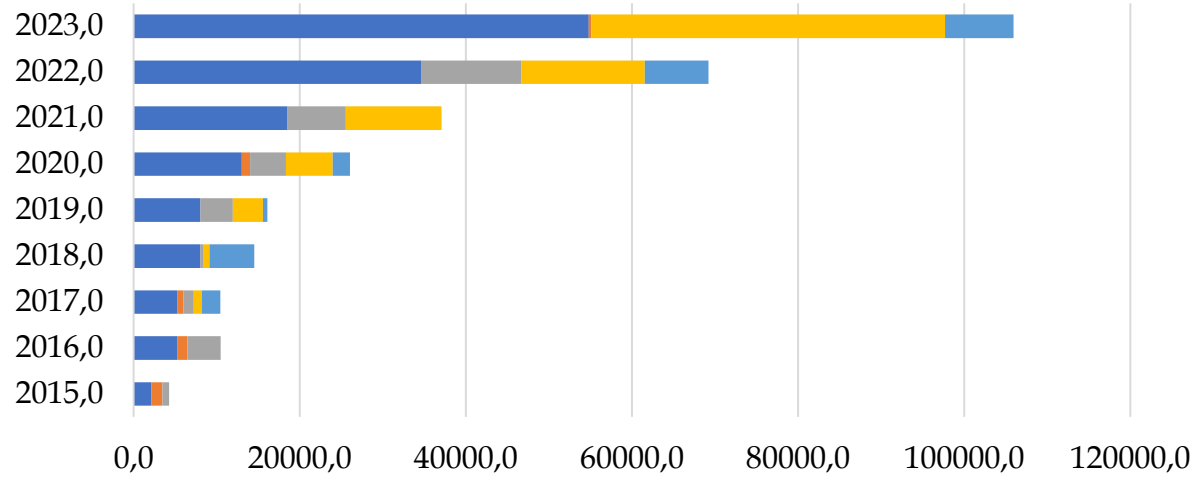
В период с 2020 по 2023 год наблюдается значительное увеличение объема погашения нот. Наблюдаемая тенденция роста объема погашения нот говорит о необходимости дальнейшего мониторинга и анализа для понимания факторов, влияющих на этот рынок, а также для разработки соответствующих стратегий регулирования и управления ликвидностью в банковской системе.

Анализ объема нот НБКР в обращении по срокам обращения с 2015 по 2023 годы позволяет выявить несколько ключевых тенденций и изменений в структуре использования данного инструмента финансирования. Анализ общего тренда показывает роста объема нот в обращении при котором он значительно увеличивается с 2015 по 2023 год, что может указывать на расширение использования данного инструмента в банковской системе Кыргызстана [271] (рисунок 3.19).

В начале анализируемого периода (2015-2016 годы) основной объем нот приходится на 7-дневные сроки обращения, что может свидетельствовать о предпочтении более коротких инструментов финансирования для участников рынка и доминировании 7-дневных нот.

С 2016 года заметно увеличивается доля 14-дневных нот в обращении.

Также наблюдается значительный рост объема 28- и 91-дневных нот с 2017 по 2023 год. В течение всего анализируемого периода объем 182-дневных нот остается практически нулевым, кроме 2018 года, когда он составил 1580,3 млн сом [271].



	2015,0	2016,0	2017,0	2018,0	2019,0	2020,0	2021,0	2022,0	2023,0
Всего	2131,5	5244,0	5230,0	8048,1	8061,2	13024,8	18543,8	34617,0	54799,1
7 дн.	1331,5	1244,0	775,0	0,0	0,0	1000,0	0,0	0,0	320,0
14 дн.	800,0	4000,0	1255,0	312,0	3900,0	4331,0	7000,0	12092,5	0,0
28 дн.	0,0	0,0	951,0	766,0	3605,0	5627,9	11543,8	14828,7	42585,9
91 дн.	0,0	0,0	2249,0	5389,8	556,2	2065,9	0,0	7695,8	8250,9

Рисунок 3.19. Объем Нот НБКР в обращении по сроком обращения за 2015-2023 годы, млн сом

Источник составлен по данным [271]

Анализ вторичного рынка государственных ценных бумаг по покупке до погашения за период с 2020 по 2023 годы позволяет выявить ключевые тенденции. Общий объем сделок на вторичном рынке ГЦБ по покупке до погашения варьируется с 3 649,80 млн сом в 2020 году до 6 528,20 млн сом в 2023 году. Наблюдается увеличение объема торгов за период анализа, что может свидетельствовать о растущем интересе к данному типу ценных бумаг [271] (рисунок 3.20).

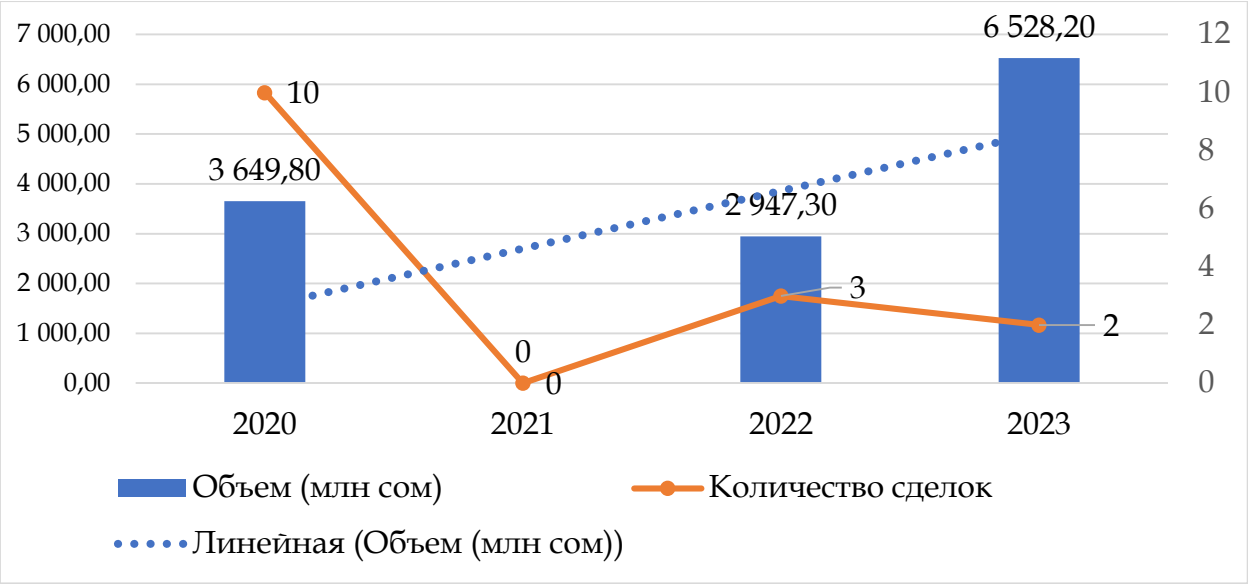


Рисунок 3.20. Операции НБКР на вторичном рынке государственных ценных бумаг: покупка до погашения за 2020-2023 годы

Источник составлен по данным [271]

Покупка до погашения в 2020 году были в объеме 3649,8 млн сом, в 2022 году были в объеме 2947,3 млн сом, что меньше на 702,5 млн сом. [271].

Анализ операций НБКР на вторичном рынке государственных ценных бумаг показал, что количество сделок в 2020 году было 10 ед., тогда как в 2022 году – всего 3 ед. В целом, количество сделок снижается с 10 в 2020 году до 2 в 2023 году.

Средневзвешенная ставка изменяется от 11,16% в 2020 году до 13% в 2023 году. Средневзвешенная ставка в 2022 году составляла 15,9%.

Средневзвешенный срок также изменяется от 3 002 дней в 2020 году до 5 423 дней в 2023 году. При этом средневзвешенный срок в 2020 голу составляла 3002 дней против 1845дней в 2022 году [271] (рисунок 3.21).

В 2021 году отсутствуют сделки на вторичном рынке ГЦБ по покупке до погашения, что может быть связано с временными факторами или изменениями в рыночных условиях.



Рисунок 3.21. Покупка государственных ценных бумаг до погашения за 2020-2023 годы

Источник составлен по данным [271]

В целом, наблюдаемые тенденции свидетельствуют о динамичной природе вторичного рынка ГЦБ и важности его мониторинга для понимания изменений в предпочтениях инвесторов и рыночной конъюнктуры.

Выпуск долгосрочных ценных бумаг будет увеличиваться, 12 месячные ценные бумаги будут занимать лидирующую позицию в эммисии, а 3 месячные ГЦБ планируется выпускать по минимуму. Необходимо отметить, что фактические объемы и выпуски ГЦБ будут зависить от сложившейся ситуации на рынке ГЦБ, в том числе от изменения показателей доходности ГЦБ и структуры спроса на ГЦБ.

В Кыргызской Республике, как и в других странах государственные ценные бумаги являются одним из главных источников формирования и реализации внутренней задолженности.

Государственные казначейские векселя можно приобрести в банках Кыргызстана, возврат вложенных средств гарантируется правительством Кыргызстана.

Преимущества ГКВ:

- ГКВ обеспечены собственностью государства;

- срок обращения ГКВ – 3, 6 и 12 месяцев;
- можно продать купленные ГКВ до наступления срока их погашения на вторичном рынке, если срочно понадобятся деньги;
- можно заниматься торговыми операциями с ГКВ, т.е. покупать-продавать их в течение срока обращения и получать дополнительную прибыль;
- можно их удерживать у себя до погашения, а в конце срока, получить номинальную стоимость ГКВ.

Ноты Национального банка – более специфические ценные бумаги, ориентированные больше на покупку банками. Срок их хождения – 7, 14 и 28 дней, доходность очень невысокая и номинальная стоимость 10 000 сом.

Характер развития рынка ценных бумаг определила политика инвесторов. Наблюдалось наращивание объема торгов на рынке ГЦБ, как ценных бумаг наиболее высокого качества, и снижение активности на рынке ЦБ. Однако снижение объема торгов на ЦБ не оказало существенного влияния на общее состояние внутренней экономики и финансового сектора в силу неразвитости фондового рынка как источника привлечения финансирования.

Анализ операций коммерческих банков на вторичном рынке государственных ценных бумаг (ГЦБ) за период с 2015 по 2023 годы позволяет выделить следующие ключевые моменты. В исследуемом периоде не проводились операции коммерческих банков на вторичном рынке по нотам НБКР.

За 2019-2023 годы не проводились операции коммерческих банков на вторичном рынке по ГКВ. Объем операций с ГКВ варьируется относительно незначительно от года к году, с 2015 по 2018 год [271] (рисунок 3.22). Количество сделок также остается на невысоком уровне, но демонстрирует некоторую активность.

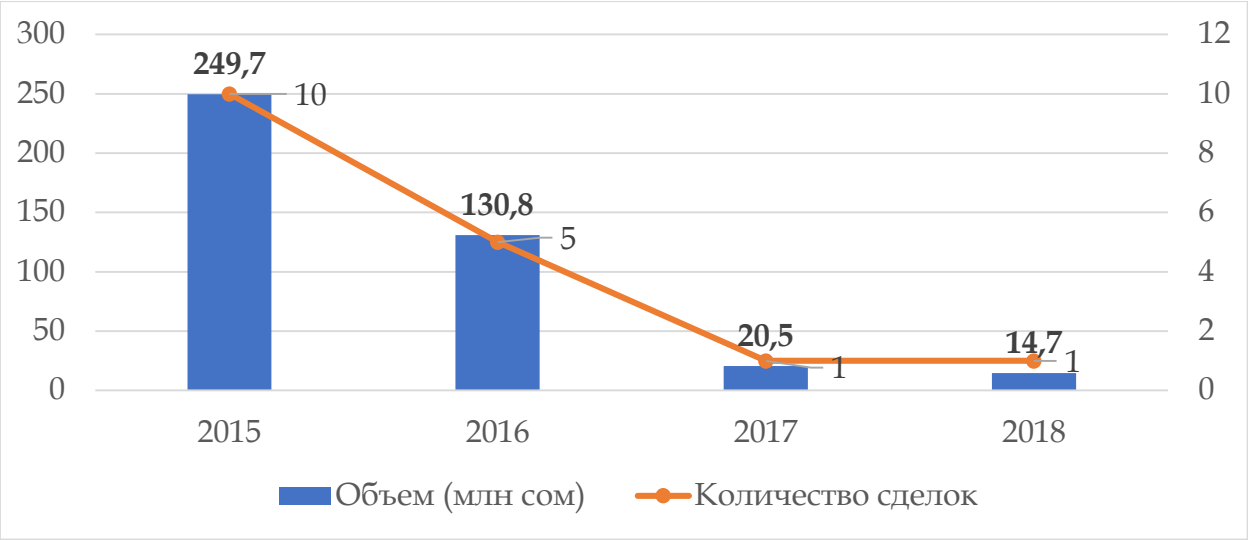


Рисунок 3.22. Операции коммерческих банков на вторичном рынке государственных ценных бумаг с ГКВ за 2015-2018 годы

Источник составлен по данным [271]

Средневзвешенная ставка снижается с 13,38% в 2015 году до 5% в 2018 году, что может быть связано с изменениями в процентных ставках на рынке или изменением спроса и предложения на рынке ГКВ. Средневзвешенный срок варьируется от 143 до 272 дней, что также может отражать различия в спросе и предложении на рынке корпоративных векселей [271] (рисунок 3.23).

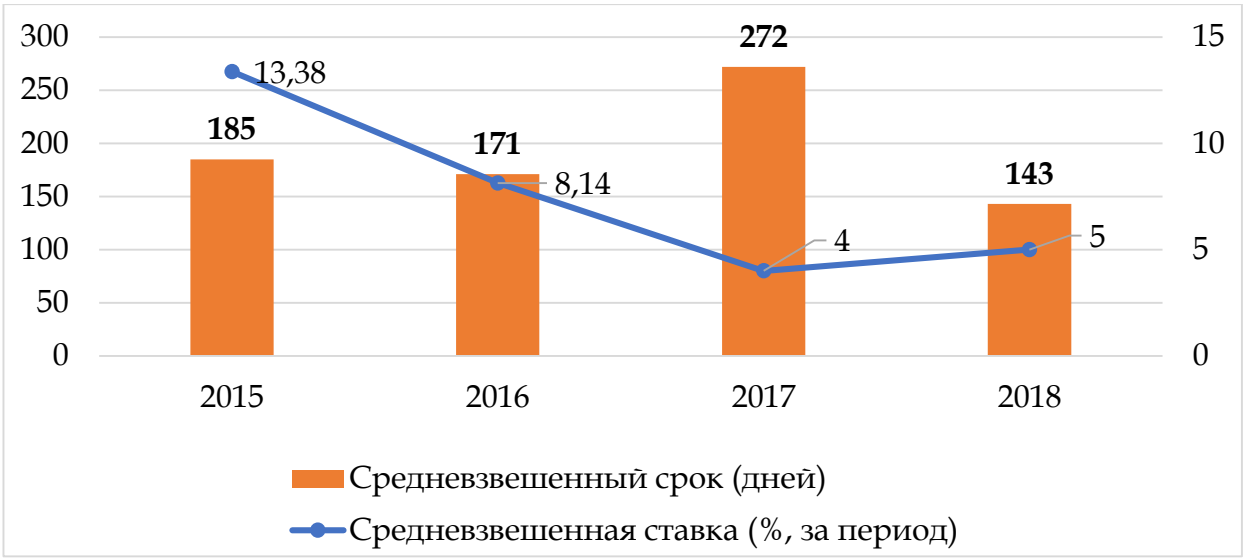


Рисунок 3.23. Операции коммерческих банков на вторичном рынке государственных ценных бумаг с ГКВ (средневзвешенная ставка и средневзвешенный срок) за 2015-2018 годы

Источник составлен по данным [271]

Объем операций с ГКО значительно выше, чем с ГКВ, и показывает тенденцию к росту с течением времени, особенно после 2018 года. Количество сделок также растет с годами, что свидетельствует о более активной торговле на этом сегменте рынка. Анализ операций коммерческих банков на вторичном рынке государственных ценных бумаг с ГКО за период с 2015 по 2023 годы позволяет выделить следующие ключевые моменты. Объем операций с ГКО существенно колеблется в течение анализируемого периода. Начиная с 2015 года и до 2019 года, объем постепенно увеличивается, достигая пика в 2019 году. После этого, в 2020 и 2021 годах, наблюдается снижение объема операций, а в 2023 году - вновь небольшое увеличение. Такие изменения могут быть связаны с различными факторами, включая изменения в предпочтениях инвесторов, изменения в экономической и финансовой среде, а также изменения в политике денежно-кредитного регулирования.

Количество сделок также колеблется в течение периода анализа. Начиная с 2015 года, количество сделок достаточно стабильно, но в 2018 году происходит заметный скачок до 1138,5 млн сом, после которого количество сделок остается на более высоком уровне в последующие годы [271] (рисунок 3.24).



Рисунок 3.24. Операции коммерческих банков на вторичном рынке государственных ценных бумаг с ГКО (средневзвешенная ставка и средневзвешенный срок) за 2015-2023 годы

Источник составлен по данным [271]

Общая динамика операций коммерческих банков на вторичном рынке ГКО отражает их активность и интерес к данному инструменту инвестирования. Важно отметить, что рост или снижение объемов и количества сделок могут влиять на рыночные условия и средневзвешенные показатели ставок и сроков. Дальнейшая динамика операций на вторичном рынке ГКО может зависеть от множества факторов, включая макроэкономическую стабильность, политику центрального банка, инфляционные ожидания, а также интерес инвесторов к безрисковым активам.

Анализ данных об операциях коммерческих банков на вторичном рынке ГКО позволяет понять динамику и тенденции данного сегмента рынка государственных ценных бумаг, что может быть полезным для инвесторов, финансовых аналитиков и регуляторов рынка.

Средневзвешенная ставка колеблется в широком диапазоне, от 8,23% до 18%, что может отражать изменения в ставках центрального банка или изменения в макроэкономической ситуации [271] (рисунок 3.25).

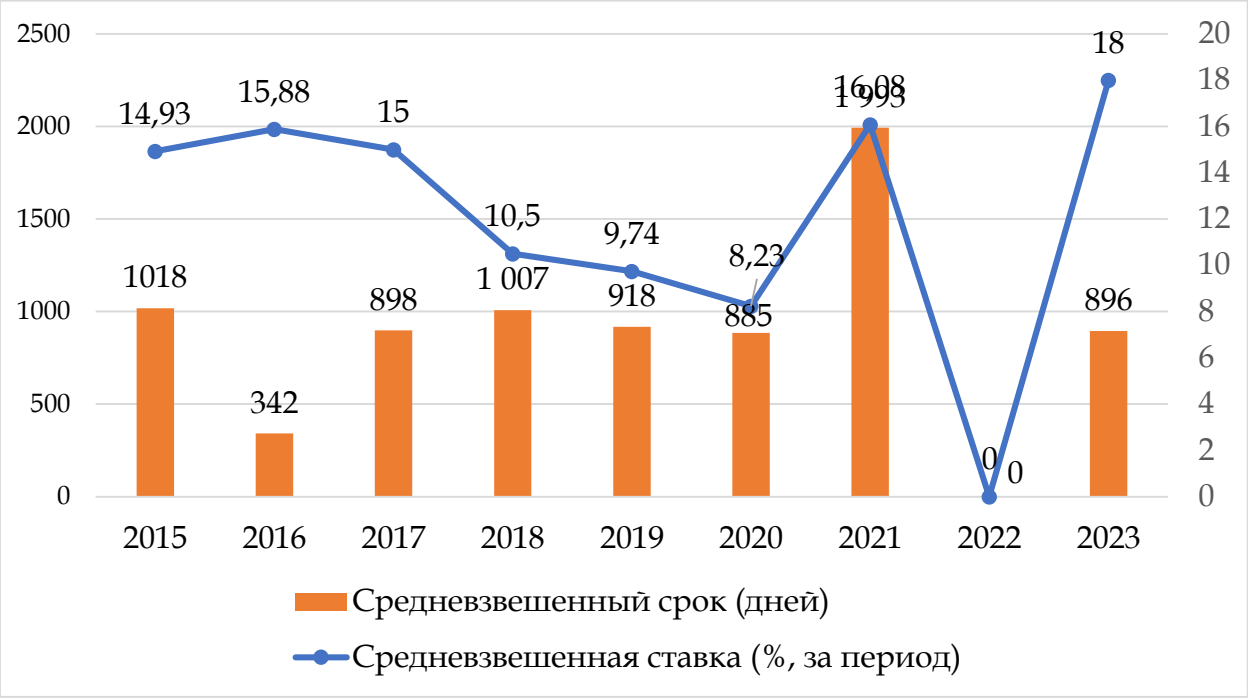


Рисунок 3.25. Операции коммерческих банков на вторичном рынке государственных ценных бумаг с ГКО (средневзвешенная ставка и средневзвешенный срок) за 2015-2023 годы

Источник составлен по данным [271]

Средневзвешенный срок также изменяется от года к году, отражая предпочтения участников рынка относительно сроков инвестирования.

Анализ операций коммерческих банков на вторичном рынке государственных ценных бумаг по операциям репо с Нотами НБКР за период с 2015 по 2023 годы позволяет выделить ключевые моменты. Объем операций репо с Нотами НБКР значительно колеблется в течение анализируемого периода. Начиная с 2017 года и до 2019 года, объем резко увеличивается, достигая пика в 2019 году. После этого, в 2020 и 2021 годах, наблюдается снижение объема операций, а в 2023 году - вновь резкий рост.

Такие изменения могут быть связаны с изменениями в макроэкономической среде, денежно-кредитной политикой, изменением интереса к данному типу операций и другими факторами.

Количество сделок с Нотами НБКР также существенно колеблется в течение периода анализа. Начиная с 2017 года, количество сделок постепенно растет, достигая пика в 2019 году. После этого, в 2020 и 2021 годах, количество сделок снижается, а в 2023 году - вновь резко возрастает [271] (рисунок 3.26).

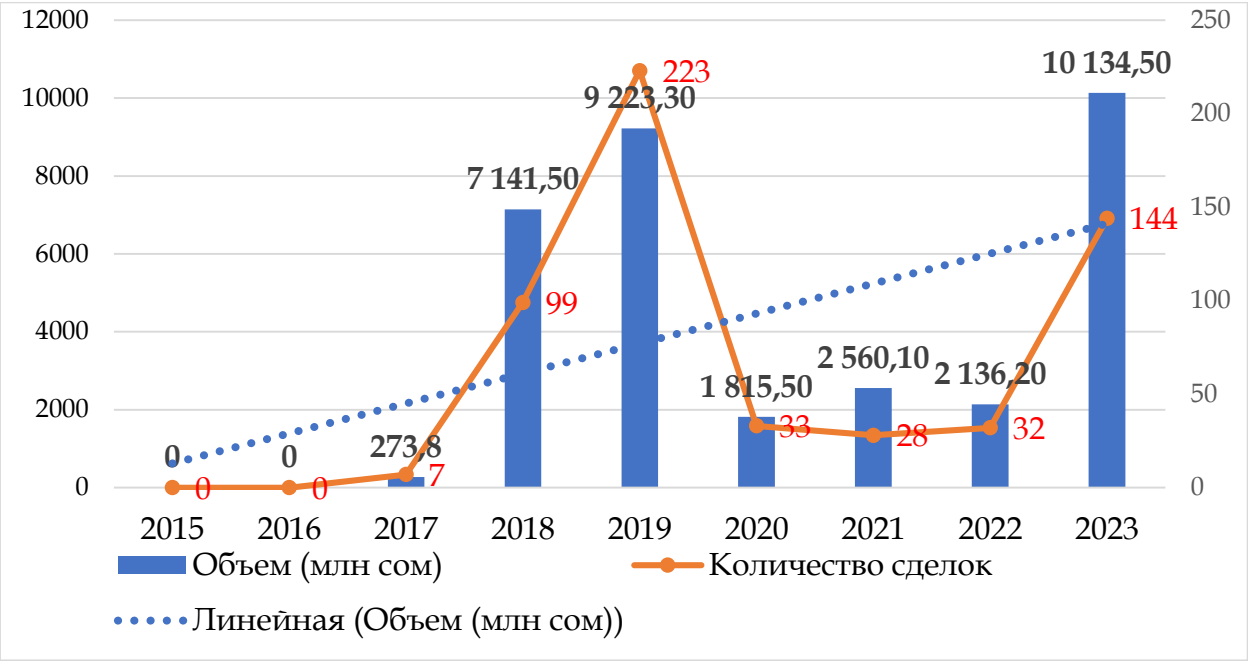


Рисунок 3.26. Операции коммерческих банков на вторичном рынке государственных ценных бумаг по репо с Нотами НБКР за 2015-2023 годы

Источник составлен по данным [271]

Общая динамика операций коммерческих банков на вторичном рынке ГЦБ по репо с Нотами НБКР отражает их активность и интерес к данному типу операций. Рост или снижение объемов и количества сделок могут влиять на рыночные условия и структуру финансирования банков.

Средневзвешенная ставка по операциям репо с нотами НБКР постепенно возрастает с 2017 по 2023 год, начиная с 1,5% и достигая 11,2% в 2023 году.

Средневзвешенный срок операций репо с нотами НБКР в целом остается невысоким и колеблется от 1 до 5 дней в течение анализируемого периода [271] (рисунок 3.27).



Рисунок 3.27. Операции коммерческих банков на вторичном рынке государственных ценных бумаг по репо с Нотами НБКР (средневзвешенная ставка и средневзвешенный срок) за 2015-2023 годы

Источник составлен по данным [271]

Объем операций репо с ГКВ существенно колеблется в течение анализируемого периода. Начиная с высокого уровня в 2015 году, объем операций снижается и в последующие годы колеблется на невысоких уровнях.

В 2022 году наблюдается резкое снижение объема операций до 85,7 млн сом, а в 2023 году операции не проводились

Количество сделок также колеблется в течение периода анализа. Начиная с высокого уровня в 2015 году, оно снижается и остается на невысоком уровне в последующие годы [271] (рисунок 3.28).

Общая динамика операций репо с ГКВ отражает изменение интереса к этому типу ценных бумаг и их роль на вторичном рынке. Средневзвешенная ставка по операциям репо с ГКВ существенно колеблется в течение анализируемого периода. Начиная с относительно высокого уровня в 2015 году (9,19%), ставка снижается и остается на невысоком уровне в последующие годы, достигая 2,12% в 2018 году.

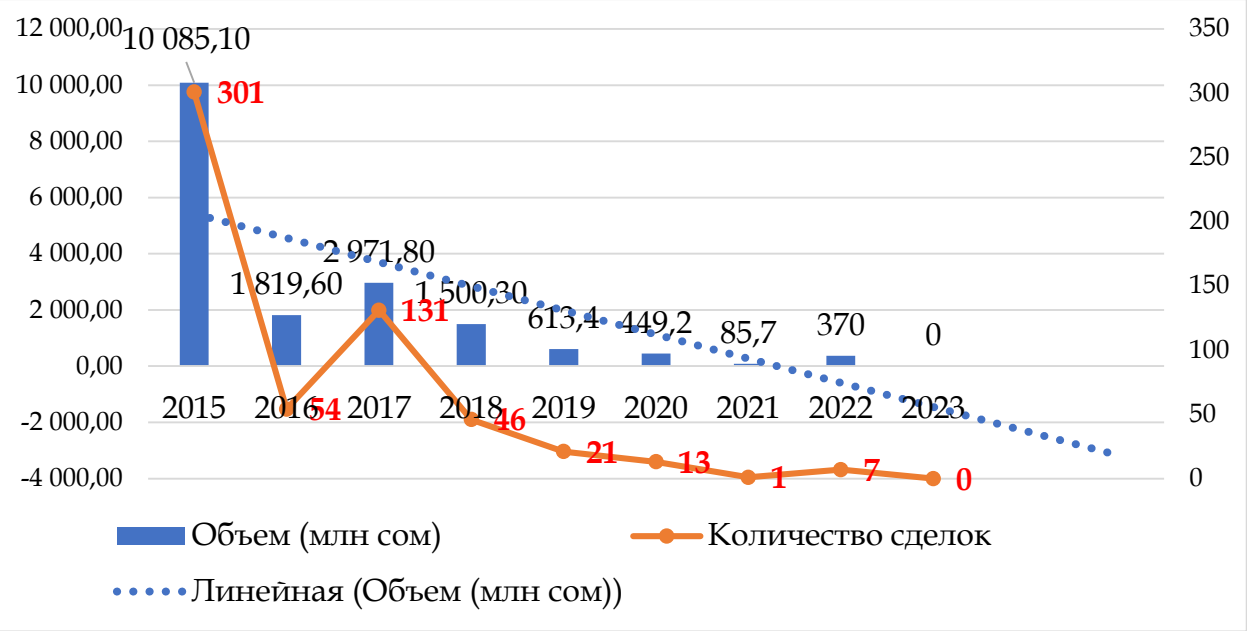


Рисунок 3.28. Операции коммерческих банков на вторичном рынке государственных ценных бумаг по репо с ГКВ за 2015-2023 годы

Источник составлен по данным [271]

Однако в 2022 году средневзвешенная ставка резко возрастает до 14,48%, что может свидетельствовать о повышенной нестабильности или спросе на ГКВ в качестве залога для операций репо [271] (рисунок 3.29).

Средневзвешенный срок операций репо с ГКВ также колеблется в течение периода анализа. Начиная с 4 дней в 2015 году, он снижается и в последующие годы остается на невысоком уровне, достигая 1 дня в 2021 году.

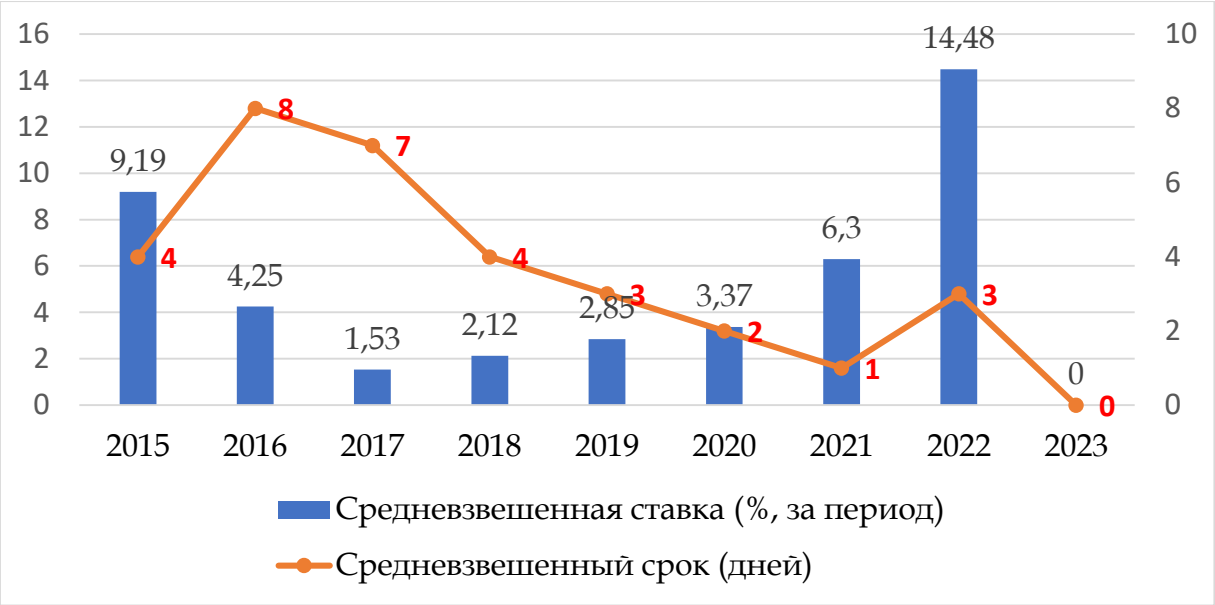


Рисунок 3.29. Операции коммерческих банков на вторичном рынке государственных ценных бумаг по репо с ГКВ (средневзвешенная ставка и средневзвешенный срок) за 2015-2023 годы

Источник составлен по данным [271]

Это указывает на краткосрочный характер операций репо с ГКВ и их использование для краткосрочного финансирования и обеспечения ликвидности. Резкое изменение средневзвешенной ставки в 2022 году связано с различными факторами, такими как изменения в рыночной конъюнктуре, изменения в макроэкономической политике.

Анализ операций коммерческих банков на вторичном рынке государственных ценных бумаг по операциям репо с ГКО за период с 2015 по 2023 годы позволяет выделить ключевые моменты.

Объем операций репо с ГКО существенно колеблется в течение анализируемого периода. Начиная с высокого уровня в 2015 году и достигая пика в 2019 году, объем операций снижается в последующие годы [271] (рисунок 3.30).

После пика в 2019 году, когда объем операций превысил 28 миллионов сом, наблюдается постепенное снижение в 2020 и 2021 годах, а затем в 2022 и 2023 годах - небольшое увеличение, но объем операций остается значительно ниже уровня 2019 года.

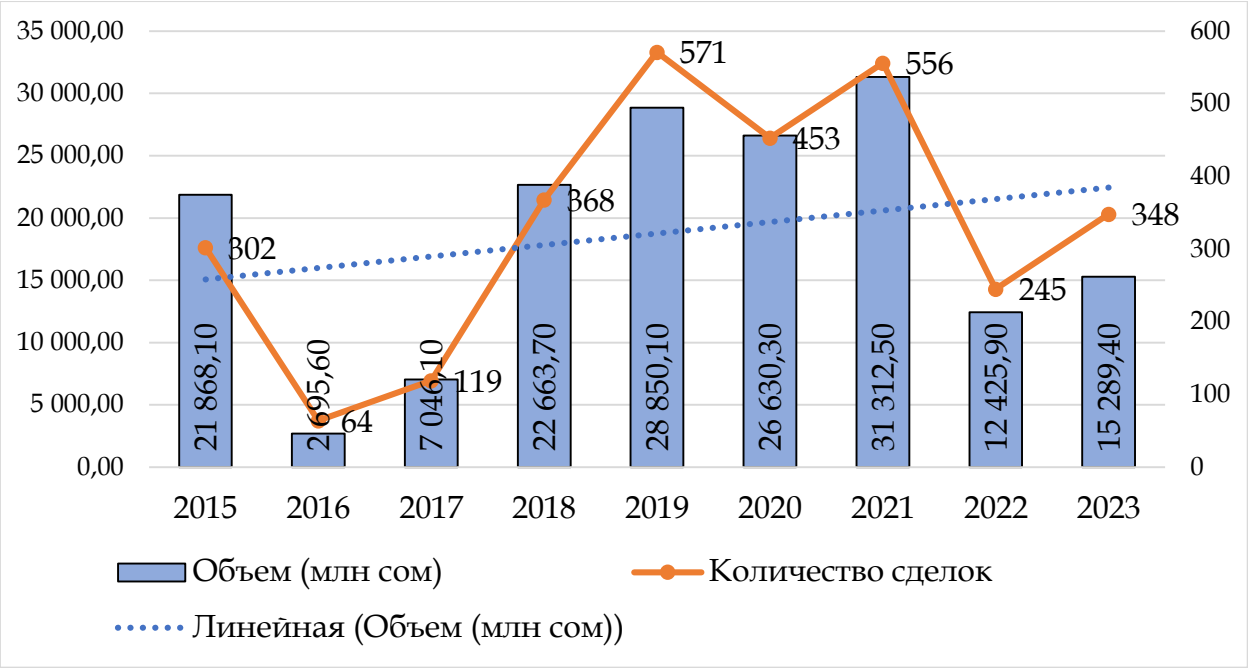


Рисунок 3.30. Операции коммерческих банков на вторичном рынке государственных ценных бумаг по репо с ГКО за 2015-2023 годы

Источник составлен по данным [271]

Количество сделок также колеблется в течение периода анализа. Начиная с высокого уровня в 2015 году и достигая пика в 2019 году, количество сделок снижается в последующие годы. Общая динамика операций репо с ГКО отражает изменение интереса к этим инструментам на вторичном рынке. Рост или снижение объемов и количества сделок могут быть обусловлены многими факторами, включая макроэкономическую ситуацию, изменения в монетарной политике, а также изменения в предпочтениях участников рынка.

Средневзвешенная ставка по операциям репо с ГКО колеблется в течение рассматриваемого периода. Начиная с относительно высокого уровня в 2015 году (9,29%), она снижается и затем снова увеличивается в последующие годы, достигая пика в 2022 году (12,28%) [271] (рисунок 3.31).



Рисунок 3.31. Операции коммерческих банков на вторичном рынке государственных ценных бумаг по репо с ГКО (средневзвешенная ставка и средневзвешенный срок) за 2015-2023 годы

Источник составлен по данным [271]

Повышение ставки в 2022 году может быть связано с изменением рыночных условий, макроэкономической ситуации и НБКР.

Средневзвешенный срок операций репо с ГКО также колеблется в течение периода анализа. Он изменяется от 4 до 13 дней в разные годы.

Общая динамика средневзвешенной ставки и средневзвешенного срока отражает изменение интереса к операциям репо с ГКО на вторичном рынке в разные годы. Рост ставки и изменение сроков могут быть связаны с различными факторами, такими как изменения в монетарной политике, инфляционные ожидания и макроэкономическая стабильность.

ГЛАВА 4. ТЕНДЕНЦИИ РАЗВИТИЯ РЫНКА КОРПОРАТИВНЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ В КЫРГЫЗСКОЙ РЕСПУБЛИКЕ

4.1. Организационные аспекты функционирования рынка корпоративных ценных бумаг

Кыргызская Республика с 4 ноября 1997 года является членом Международной организации комиссий по ценным бумагам (International Organization of Securities Commissions (IOSCO), объединяющей регуляторов фондового рынка более чем 100 стран мира для сотрудничества, объединения усилий по созданию эффективных и «прозрачных» рынков, обмена информацией и опытом.

Одним из основных документов этой организации являются рекомендации «Цели и принципы регулирования рынка ценных бумаг» (сентябрь 1998 года).

Данный документ содержит 30 принципов регулирования рынков ценных бумаг IOSCO, которые должны быть практически внедрены в соответствующую законодательную базу для защиты инвесторов, обеспечения функционирования справедливого, эффективного и «прозрачного» рынка, снижения риска.

Главными задачами IOSCO являются координация сотрудничества между комиссиями по ценным бумагам разных стран с целью обеспечения более эффективного государственного регулирования национальных рынков ценных бумаг, обмен опытом государственно-правового регулирования рынка ценных бумаг и внедрение более совершенных методов регулирования рынка ценных бумаг, выработка единых стандартов поведения на рынках ценных бумаг и осуществление государственного надзора за международными соглашениями в области обращения ценных бумаг, взаимная помощь с целью обеспечения единства и неделимости рынков ценных бумаг и борьбы с правонарушениями.

Инвестиционный капитал фондового рынка сейчас крайне ограничен. Потоки средств в процессе реализации ценных бумаг не направляются на инвестирование производства, они в основном замыкаются на сфере финансового обращения, частично используются и в целях потребления. Но здесь виновен не сам рынок ценных бумаг в его нынешнем виде - инвестициям в производство противодействует весь комплекс условий нашей переходной экономики:

– сохраняющаяся, хотя и существенно подавленная инфляция;

– слабая защита прав собственности;

– слабость банковской системы республики как важнейшей инфраструктурной опоры функционирования РЦБ;

мобилизация внутренних сбережений на цели инвестирования.

Возможность направления сбережений населения на рынок корпоративных ценных бумаг требует активизации внедрения корпоративного управления на предприятиях, налаживание механизма передачи собственности в руки эффективного собственника. Сегодня у предприятий отсутствует бизнес-план, под реализацию которого могут привлекать акционерный капитал, также нет достаточных знаний о правилах работы на фондовом рынке. В сфере привлечения капитала на рынок имеются следующие проблемы: ограниченное количество ценных бумаг в обращении на рынке; не заинтересованность коммерческих банков в операциях с корпоративными ценными бумагами, из-за потери капитала при их приобретении согласно нормативным актам НБКР.

Сегодня в мире берет широкое развитие финансовых институтов и их инструменты, основанных на привлечение в основном иностранных инвестиций.

В последние годы рынок долговых ценных бумаг стремительно развивался. При этом по мере увеличения количества эмитентов и выхода на рынок все новых заемщиков возможно снижение кредитного качества

обращающихся на нем долговых ценных бумаг, что существенно увеличивает риски потенциальных дефолтов и неисполнения эмитентами обязательств.

Основной целью на современном этапе является определение путей активизации инвестиционной деятельности на рынке корпоративных облигаций.

Для достижения этой цели были поставлены следующие основные задачи:

- изучить экономическую сущность корпоративной облигации;

- изучить основные положения по выпуску, размещению, обращению и погашению корпоративных облигаций;

- проанализировать состояние рынка корпоративных облигаций в Кыргызской Республике;

- выявить и проанализировать проблемы эмиссии и обращения корпоративных облигаций на фондовом рынке;

- выработать предложения по устранению проблем, препятствующих развитию рынка корпоративных облигаций.

В связи с этим, было дополнение в Закон Кыргызской Республики «О рынке ценных бумаг» статьями 35 и 35, которые вводят требования к эмитентам облигаций, а также к порядку обращения облигаций в целях защиты прав инвесторов на рынке ценных бумаг Кыргызской Республики.

Данные дополнения направлены на защиту инвестиций инвесторов в долговые ценные бумаги путем повышения требований для эмитентов долговых ценных бумаг и создания дополнительных механизмов, направленных на защиту прав владельцев долговых ценных бумаг.

Также Правительством Кыргызской Республики вводятся требования к средствам массовой информации, которые могут быть использованы для публикации информации о деятельности регулируемых субъектов рынка ценных бумаг, подлежащей обязательному опубликованию в соответствии с настоящим Законом и иными нормативными правовыми актами Кыргызской Республики.

В настоящее время субъекты рынка ценных бумаг публикуют информацию о своей деятельности в средствах массовой информации.

Однако, учитывая разнородность средств массовой информации по тиражу, периодичности, местам распространения и направленности инвесторы не всегда могут ознакомиться с подлежащей обязательному опубликованию информацией о субъектах рынка ценных бумаг.

Участники финансового рынка зачастую формально подходят к исполнению требований законодательства по вопросам раскрытия информации для инвесторов, в том числе путем раскрытия информации в малоизвестных региональных СМИ с малым тиражом.

Статья 16 Закона Кыргызской Республики «О рынке ценных бумаг» содержит требования о предоставлении эмитентами облигаций необходимых документов подтверждающих соответствие требованиям для выпуска гарантированных и обеспеченных облигаций, а также вводится возможность продлить срок рассмотрения документов в случае представления дополнительных документов на государственную регистрацию условий публичного предложения ценных бумаг и проспекта в уполномоченный государственный орган по регулированию рынка ценных бумаг.

В целях интеграции рынка ценных бумаг Кыргызской Республики в международные рынки капиталов были внесены изменения в статью 18 данного Закона, согласно которым необходимо предоставить депозитариям право вести учет прав владельцев ценных бумаг иностранных эмитентов.

Внесенные изменения были отражены в постановлении Правительства Кыргызской Республики «Об утверждении Положения о допуске ценных бумаг, выпущенных эмитентами других государств, к публичному предложению на территории Кыргызской Республики» от 23 сентября 2011 года № 588.

Кроме этого в целях доступа инвесторов к более полной информации о выпуске ценных бумаг дополняются требования к проспекту,

предусмотренные статьей 20 Закона Кыргызской Республики «О рынке ценных бумаг».

Статья 30 данного Закона предусматривает сведения, включаемые в годовой отчет публичной компании, информацией о недвижимом имуществе публичной компании. Как правило, основным активом акционерного общества является недвижимое имущество. Детальные сведения (площадь, правовой статус, планируемые сделки, поступающие предложения) об объектах недвижимого имущества доступны менеджерам и аффилированным акционерам.

Внешние же акционеры имеют общие сведения, и зачастую могут не иметь представления о том, находится ли имущество или его часть всё ещё в собственности акционерного общества. Актуальная и достоверная информация о недвижимом имуществе, находящемся на балансе акционерного общества крайне важна для принятия инвестиционных решений.

Альтернатива печатным СМИ существенно сокращает временные и финансовые затраты акционерных обществ и сотрудников, заинтересованные лица, в т.ч. акционеры и инвесторы в любое время суток, из любой точки земного шара могут получить доступ к опубликованным отчётам эмитентов. Рекомендуется и далее продвигать альтернативные способы и площадки для раскрытия информации.

В этой связи предлагается предусмотреть постановлении Правительства Кыргызской Республики «Об утверждении Положения о раскрытии информации на рынке ценных бумаг» от 27 мая 2011 года № 253, согласна статьи 30 данного Закона возможность публичным компаниям публиковать краткое содержание отчета в электронных средствах массовой информации.

В статью 31 были внести изменения, согласно которым публичная компания будет обязана осуществлять раскрытие информации о совершении сделок с недвижимым имуществом. Акционеры, не представленные в органах

управления акционерного общества и не работающие в нём, обычно не обладают оперативной информацией о финансово-хозяйственной деятельности общества.

Фондовая Биржа была основана в 1994 году, в форме негосударственной, некоммерческой организации, имеющей цель обеспечить эффективные условия функционирования рынка ценных бумаг. КФБ была создана совместными усилиями учредителей, представляющих частный сектор экономики страны (брокерские компании, коммерческие банки, акционерные общества). Огромное содействие в создании биржи было оказано со стороны Государственного Агентства по Надзору за операциями с ценными бумагами при Правительстве КР, компании “Price Waterhouse”(USAID). В основу определений основных функциональных направлений деятельности КФБ легло использование мирового опыта организации и функционирования фондовых бирж.

Первые торги акциями и официальное открытие состоялись в мае 1995 года, когда у нас в республике активно шел процесс приватизации. С июля 1995 года на КФБ рассчитывается Индекс КФБ, характеризующий текущую ситуацию на рынке ценных бумаг. Методика расчета Индекса КФБ соответствует международным стандартам и является аналогом S&P. Базовое значение, принятое для расчета показателя – 100. Индекс рассчитывался на основании рыночных цен на акции листинговых компаний.

В марте 1998 года КФБ получила статус саморегулируемой организации, возникновение и развитие которых было обусловлено необходимостью повышения системы регулирования рынка ценных бумаг, контроля за деятельностью профессиональных участников рынка. В 1998 году увеличилось число компаний, ценные бумаги которых прошли листинг на бирже. В мае 2000 года КФБ преобразована из членской организации в Закрытое Акционерное Общество «Кыргызская Фондовая Биржа». Компании, являвшиеся членами биржи на тот момент, получили равные доли в уставном капитале и членское право участвовать в торгах на КФБ. В 2000 году внесены

изменения и дополнения в Положение о листинге на КФБ, согласно которому к листингу на КФБ допускаются не только акции, но и все виды эмиссионных ценных бумаг, выпущенные в соответствии с требованиями действующего законодательства.

Главным событием 2000 года для КФБ было акционирование Биржи и вступление Стамбульской Фондовой Биржи (ISE) в число ее акционеров. Весной 2000 года поиск стратегического инвестора увенчался успехом, развивающиеся отношения между Турецкой Республикой и Кыргызстаном побудили Стамбульскую Фондовую Биржу (ISE) стать акционером КФБ. Вхождение ISE в состав акционеров ознаменовалось еще одной примечательной датой - КФБ вступила в Евроазиатскую федерацию фондовых бирж (FEAS) – организацию, объединяющую более 25 фондовых бирж стран Восточной Европы, Ближнего Востока, Центральной и Юго-Восточной Азии. Следующий 2001 год для КФБ ознаменовался новым интеграционным процессом: свое решение о вхождении в число акционеров КФБ приняла Казахстанская Фондовая Биржа (KASE) [268].

Таблица 4.1 - Прямые затраты на государственную регистрацию выпуска облигаций при частной эмиссии (закрытое размещение) и публичной эмиссии:

№ п/п	**Наименование процедуры**	**Стоимость процедуры (в сомах)**
1	Выписка из Единого государственного реестра на недвижимое имущество	237,6
2	Договор о залоге у нотариуса (госпошлина)	300
3	Наложение запрещения на продажу у нотариуса	100
4	Регистрация заверенного договора о залоге в Госсрегистре	810
	Итого	1447,6

Источник: [268]

Каждая компания в Кыргызской Республике сама определяет объем выпуска в зависимости от потребностей рынка, роста спроса, от возможностей и масштабов своей деятельности.

Как было отмечено выше, они понесут только необходимые, процедурные затраты по прохождению государственной регистрации эмиссии ценных бумаг в уполномоченном государственном органе по рынку ценных бумаг, а также по размещению таких ценных бумаг при публичной/закрытой эмиссии.

Таблица 4.2 - Государственная регистрация эмиссии ценных бумаг

№ п/п	**Наименование процедуры**		**Стоимость процедуры, услуги, сом**
Государственная регистрация эмиссии ценных бумаг			
1	При частной (закрытое размещение) эмиссии ценных бумаг: - подготовка информации и соответствующих документов эмитентом для представления в уполномоченный государственный орган по регулированию рынка ценных бумаг для государственной регистрации эмиссии ценных бумаг, При публичной эмиссии ценных бумаг: - подготовка Проспекта и Условия публичного предложения ценных бумаг, отчет об итогах выпуска и размещения ценных бумаг:		200 4 000
2	количество затраченных листов и распечатка: - при частной (закрытое размещение) эмиссии ценных бумаг; - при публичной эмиссии ценных бумаг	20 листов х 1,5 сома 150 листов х 1,5 сома	30 225
3	затраты на транспорт по республике: - общественный транспорт (Бишкек) Итого в среднем транспортных расходов:	туда и обратно	100

		10 х 5 =20 х 5	100 сом
4	Комиссионный сбор за государственную регистрацию		1000
	Итого прямые затраты предприятия: Пзп = i + i При частной (закрытое размещение) эмиссии ценных бумаг: **Пзп = 3002,6 сом** При публичной эмиссии ценных бумаг: **Пзп = 6 802,6 сом**		

Источник: [268]

Таблица 4.3 - Косвенные затраты предприятия для регистрации эмиссии ценных бумаг (при частной эмиссии (закрытое размещение) и публичной эмиссии) (стоимость времени):

№ п/п	**Наименование процедуры**	**Количество затраченного времени, в часах**
1	Количество часов затраченных на одну процедуру (nt) (разработка необходимых документов для государственной регистрации: - при частной эмиссии (закрытое размещение); - при публичной эмиссии ценных бумаг.	 2 12
2	Представление документов в уполномоченный орган нарочным (в среднем по республике)	1
3	Получение различных консультаций и рекомендаций	1
	Всего часов: - при частной эмиссии (закрытое размещение) - 4 - при публичной эмиссий ценных бумаг - 14	

Источник: [268]

Кзп = К * (Зср * nt / t)

Кзп = 15 900 сом * 4 / 176 = 361 сом.

Косвенные затраты предприятия при частной эмиссии (закрытое размещение)= 361 сом

Кзп = К * (Зср * nt / t)

Кзп = 15 900 сом * 14 / 176 = 1 264 сом

Косвенные затраты предприятия при публичной эмиссии ценных бумаг = 1 264 сом

Всего затрат предприятия: Зп = (Пзп + Кзп) * кол-во предприятий

При частной эмиссии (закрытое размещение)

З/п = (3002,6 сом +361) *1 =3 363,6 сом

При публичной эмиссии ценных бумаг: Зп = (6 802,6 сом +1264) * 1 =8066,6 сом [268].

Расчет затрат для уполномоченного государственного органа по регулированию рынка ценных бумаг:

Таблица 4.4 - Прямые затраты государственного органа при государственной регистрации выпуска акций (частная эмиссия (закрытое размещение) и публичная эмиссия):

№ п/п	**Наименование процедуры**	**Стоимость процедуры, услуги, сом**
1	Прием документов для государственной регистрации выпуска ценных бумаг специалистом (в среднем 1 документ в день)	20
2	Затраты на экспертизу документов (в среднем 1 документ в день)	200
3	Консультация предприятий при необходимости (в среднем 1 консультация в день)	100
	Всего прямых затрат государства:	**320**

Пзг = 320 сом

Источник: [268]

При подсчете косвенных затрат государственного органа также используются коэффициенты функциональной нагрузки государственного работника:

1. Председатель - 5%

2. Заместитель председателя - куратор - 5%

3. Начальник отдела - 40%

4. Главный специалист - Исполнитель - 50%

Косвенные затраты государственного органа (Кзг) рассчитываются по следующей формуле:

$$Кзг = k * (Зср * nt/t),$$

где,

nt - количество затраченных часов;

t - количество рабочих часов в месяце

Зср - средняя заработная плата по государственному органу.

Кзг= 5%* (22 000* 6/176) = 37 сом - председатель

Кзг= 5%* (18 500* 6/176) = 31 сом - куратор

Кзг= 40%* (15 900* 6/176)= 216 сом - начальник отдела

Кзг= 50%* (9 200* 6/176) = 156 сом - главный специалист [268].

В среднем: 220 сом

Итого: косвенные затраты государственного органа

Кзг = 220 х 1 =220

Затраты государства в общем Зг = (Пзг + Кзг)* кол-во предприятий

Зг = (320 + 220) х 1 = 540.

Общие издержки для экономики страны (Иэ):

При частной эмиссии (закрытое размещение)

Иэ = Ип + Иг = *3 363,6 сом + 540 = 3903,6 сом*

При публичной эмиссии ценных бумаг:

Иэ = Ип + Иг = *8066,6 + 540 =8 606,6 сом*

Общие издержки для экономики страны: 3 903+8 606,6=12 509,6 сом [268].

По мнению профессиональных участников рынка ценных бумаг, интерес к корпоративному рынку облигаций возрастает. Количество

корпоративных эмитентов на рынке будет увеличиваться, поскольку процентные банковские ставки будут слишком высоки для большинства заемщиков. Эмитенты будут стремиться повысить ликвидность своих облигаций и структурировать даже долгосрочные выпуски. Таким образом, проблема формирования и развития рынка корпоративных облигаций является весьма многогранной [268].

Таблица 4.5 - Косвенные затраты государственного органа

№ п/п	**Наименование процедуры**	**Количество затраченного времени, в часах**
1	Количество часов государственного работника затраченных на прием документов	1
2	Экспертиза и обработка документов	4
3	Дача заключения	1
	Всего затраченных часов:	6

Источник: [268]

Для того чтобы рынок корпоративных облигаций оправдал возлагаемые на него надежды, необходимо реализовать комплексные меры по совершенствованию действующего законодательства, формированию механизма организованного рынка корпоративных облигаций, организации работы с эмитентами и другими участниками рынка ценных бумаг

Выпуск облигаций содержит ряд привлекательных черт для компании-эмитента: посредством их размещения компания может мобилизовать дополнительные ресурсы без угрозы вмешательства их держателей-кредиторов в управление финансово-хозяйственной деятельностью заемщика.

Следовательно, выпуск облигаций открывает для предприятий прямой источник привлечения инвестиций, в то же время не затрагивает отношения собственности. Вместе с тем со стабилизацией политического и экономического положения в Кыргызской Республике неизбежен рост предложения инвестиционных ресурсов со стороны иностранных инвесторов.

Таблица 4.6. Характеристики банковских кредитов и займов в виде выпуска облигаций

Сравниваемые показатели	**Банковский кредит**	**Выпуск облигаций**
Экономический смысл	Банк привлекает деньги вкладчиков и предоставляет их в кредит под более высокий процент. Банк - посредник между хозяином денег (инвестором) и тем, кто их использует в бизнесе.	Прямой выход на инвестора, за счет чего - более низкий процент, который платит эмитент облигаций. Возможность поиска инвесторов на открытом рынке (путем открытой подписки).
Оформление и контроль со стороны кредитора	Взаимоотношения с банком-кредитором оговариваются на двусторонней основе при подготовке договора. Договор с банком, как правило, предусматривающий строго целевое использование кредита. Банк сам проверяет все документы заемщика и контролирует расход денег.	Государственная регистрация проспекта и условия выпуска, отчета об итогах выпуска и размещения в уполномоченном государственном органе по регулированию рынка ценных бумаг. Раскрытие эмитентом информации. Цели, на которые привлекаются средства кратко декларируются в проспекте эмиссии. Эмитент устанавливает правила обращения облигаций (сроки погашения, порядок выплаты доходов) самостоятельно при подготовке документов по эмиссии. В том числе эмитент может предусмотреть возможность досрочного погашения облигаций по своей инициативе, а также возможность их погашения товарами или путем конвертации в акции. Владельцы облигаций (инвесторы) прямо не контролируют целевое использование денег. При подведении итогов эмиссии уполномоченный государственный орган по регулированию рынка ценных бумаг проверяют сам факт оплаты облигаций, но не целевое использование полученных

		средств. Однако при открытой подписке на облигации эмитент должен будет каждый квартал представлять в уполномоченный государственный орган по регулированию рынка ценных бумаг и инвесторам отчет о своей деятельности с приложением бухгалтерского баланса, т. е. открытость эмитента.
Досрочный возврат средств	Досрочный возврат денег возможен в случае, если это предусмотрено условиями кредитного договора.	Досрочное погашение облигаций может быть предусмотрено условиями эмиссии.
Обеспечение	Способы, предусмотренные Гражданским кодексом Кыргызской Республики кредитным договором и устраивающие банк-кредитор. Индивидуальный подход к каждому заемщику.	Облигации без обеспечения АО не может выпускать в первые 3 года деятельности и не свыше размера собственного уставного каптала. Без ограничений может выпускать облигации с обеспечением. В этом случае надежность и солидность гарантийных обязательств нужна самому эмитенту для успешного размещения облигаций среди инвесторов.
Законодательные ограничения по сумме	Нормативы НБКР для кредитных организаций по рискам.	Суммарный номинал облигаций АО без обеспечения третьих лиц (без гарантий и поручительства) - не выше собственного капитала. Для облигаций с обеспечением - не выше суммы такого обеспечения.
Учет прав	Бухгалтерские документы банка кредитора и организации - должника. В случае, если предмет залога - недвижимое имущество, то требуется нотариальное удостоверение договора об ипотеке и регистрация его в Едином реестре прав на недвижимое имущество.	Необходимость вести реестр владельцев облигаций, являющаяся профессиональным участником рынка ценных бумаг и осуществляющая деятельность по ведению реестра.

Источник: [268]

В последние годы рынок долговых ценных бумаг стремительно развивался. При этом по мере увеличения количества эмитентов и выхода на

рынок все новых заемщиков возможно снижение кредитного качества обращающихся на нем долговых ценных бумаг, что существенно увеличивает риски потенциальных дефолтов и неисполнения эмитентами обязательств.

Преимущества долговых эмиссионных ценных бумаг:

1. Низкий риск. Держатели надежных долговых эмиссионных ценных бумаг могут с большой долей вероятности быть уверенными в получении определенных сумм в будущем.

2. Удобство вложений. Золото и антиквариат также представляют собой низкорисковую форму вложений, но работа с ними сопряжена с гораздо большими проблемами - его необходимо хранить, оберегать от кражи, кроме того, реализация золота и антиквариата может потребовать длительного времени и высоких затрат.

Поскольку долговые эмиссионные ценные бумаги сопряжены с меньшим риском, они активно приобретаются теми, кто имеет высокий уровень риска по своим обязательствам, страховыми компаниями, пенсионными фондами, банками.

С другой стороны, физические лица зачастую готовы принять более высокий уровень риска для получения большего дохода - поэтому доля частных инвесторов среди держателей долговых эмиссионных ценных бумаг меньше, чем среди держателей более доходных инструментов.

Выпуск долговых эмиссионных ценных бумаг представляет собой альтернативный вид привлечения заемных средств.

4.2. Анализ рынка корпоративных ценных бумаг

Важнейшей частью рыночной экономики является рынок финансовых ресурсов. Необходимость его существования обусловлена кругооборотом как основного, так и оборотного капитала, и образованием на этой основе потоков денежных средств, направляемых на финансовый рынок с целью прибыльного их использования.

Рынок ценных бумаг является фундаментальным элементом современной рыночной экономики. Его существование не только обеспечивает компаниям доступ к необходимым капиталовложениям для финансирования проектов и общего развития, но и предоставляет инвесторам возможность получения дохода от размещения своих средств в акциях, облигациях и других финансовых инструментах.

Одной из ключевых причин существования рынка ценных бумаг является потребность компаний в привлечении капитала для своей операционной деятельности. Без обеспечения необходимого капитала компании не могут расширять свой бизнес, улучшать продукцию, создавать новые рабочие места и реализовывать другие стратегические инициативы. Поэтому компании активно размещают свои акции и облигации на финансовых рынках с целью привлечения инвестиций от потенциальных инвесторов.

Для инвесторов рынок ценных бумаг представляет собой уникальную возможность генерации дохода от своих инвестиций. Инвесторы могут приобретать акции и облигации компаний, которые уже зарекомендовали себя на рынке, и получать доход в виде дивидендов или процентов по облигациям. Более того, возможность получения прибыли от повышения стоимости акций, продаваемых по более высокой цене, также привлекает инвесторов.

Рынок ценных бумаг является неотъемлемой частью финансовой системы, обеспечивая эффективное взаимодействие между инвесторами и компаниями. Этот взаимный обмен создает денежные потоки, направленные на финансирование развития компаний и поддержание стабильности финансовых рынков в целом. Кроме того, участие компаний на рынке ценных бумаг способствует повышению уровня прозрачности, так как предоставление информации о финансовых показателях становится обязательным.

Таким образом, рынок ценных бумаг играет важнейшую роль в стимулировании развития экономики и финансовой системы. Он предоставляет компаниям необходимые ресурсы для роста и создает возможности для инвесторов получать прибыль от своих инвестиций. Рынок ценных бумаг способствует эффективному распределению ресурсов в экономике, снижает зависимость от кредитных источников, разнообразия инструменты финансирования, улучшает структуру капитала и повышает его качество.

Более того, рынок ценных бумаг играет ключевую роль в укреплении доверия к финансовой системе, обеспечивая доступность и прозрачность информации о финансовых результатах компаний, их финансовом положении и перспективах развития. Это несомненно важно как для инвесторов, способных принимать обоснованные решения о своих инвестициях на основе достоверных данных, так и для самих компаний. Прозрачность и качественная информационная открытость позволяют компаниям привлекать капитал по более выгодным условиям, что способствует их устойчивому развитию.

Дополнительно, рынок ценных бумаг является важным индикатором экономического развития страны. Успех компаний, выходящих на рынок с ценными бумагами, свидетельствует о высоком уровне конкурентоспособности и инновационном потенциале экономики. Этот процесс также стимулирует конкуренцию, в результате чего компании стремятся повысить свою эффективность и предложить инвесторам привлекательные возможности.

В свою очередь, привлечение иностранных инвесторов на рынок ценных бумаг является показателем интереса и уверенности в стабильности и перспективах развития страны. Это способствует притоку капитала из-за границы, что может дополнительно поддержать развитие инфраструктуры, создание новых рабочих мест и общий экономический рост.

Таким образом, рынок ценных бумаг выступает не только как неотъемлемый инструмент развития экономики и финансовой системы, но и

как мощный фактор, способствующий укреплению доверия к финансовой системе. Поддержка и развитие этого рынка являются необходимыми шагами для обеспечения устойчивого и эффективного развития экономики в целом.

В 2023 году профессионально занимались торговлей на рынке ценных бумаг Кыргызской Республики 81 юридическое лицо. Службой регулирования и надзора за финансовым рынком при Министерстве экономики и коммерции Кыргызской Республики было выдано 140 лицензии, позволяющих осуществлять различные виды деятельности на рынке ценных бумаг [268] (Рисунок 4.1).



Рисунок 4.1. Количество лицензий, полученных юридическими лицами для осуществления своей деятельность на рынке ценных бумаг Кыргызской Республики в 2023 году

Источник составлен по данным [268]

На ведение брокерской деятельности было выдано 43 лицензии. Брокерская деятельность играет ключевую роль на рынке ценных бумаг, обеспечивая посреднические услуги между инвесторами и эмитентами. Большое количество лицензий свидетельствует о наличии конкуренции в этом сегменте и значительном интересе к этой сфере деятельности.

На ведение дилерской деятельности было выдано 38 лицензии. Дилеры также являются важными участниками рынка ценных бумаг, предоставляя ликвидность и обеспечивая эффективность торговли. Наличие значительного числа лицензий свидетельствует о развитии этого сегмента.

На ведение депозитарной деятельности было выдано 10 лицензий. Депозитарии играют роль по хранению ценных бумаг и обеспечению безопасности сделок. Несмотря на то, что количество лицензий меньше, их роль в обеспечении инфраструктуры рынка не менее важна.

Организаторам торговли было выдано 4 лицензии, которые играют ключевую роль в создании и поддержании торговых площадок, на которых осуществляется купля-продажа ценных бумаг. Они способствуют эффективному ценообразованию и ликвидности рынка.

На ведение реестра держателей ценных бумаг было выдано 20 лицензий. Эта функция важна для поддержания актуальной информации о владельцах ценных бумаг и обеспечения их прав.

Инвестиционным фондам было выдано 3 лицензии. Инвестиционные фонды играют роль в привлечении инвестиций и формировании инвестиционных портфелей для различных инвесторов.

На ведение доверительного управления инвестиционными активами было выдано 22 лицензии. Доверительное управление является специализированной услугой, предоставляемой инвесторам для управления их инвестиционными активами на основе доверительного соглашения.

Общий анализ указывает на относительно высокий уровень активности на рынке ценных бумаг Кыргызской Республики. Брокерская и дилерская деятельность являются наиболее массовыми сегментами, что свидетельствует о живом интересе к инвестициям среди предпринимателей и инвесторов. Несмотря на более низкое количество лицензий в других сегментах, их роль в обеспечении стабильности и эффективности рынка также важна.

Анализ данных по общему объему торгов и количеству ценных бумаг на фондовом рынке Кыргызской Республики за период 2018-2023 годов позволяет выявить некоторые значимые тенденции.

В 2015 году объем торгов на КФБ составил 4007,9 миллионов сомов. В 2016 году этот показатель значительно вырос и достиг 9969,4 миллионов сомов. В 2017 году объем торгов снизился до 4643,7 миллионов сомов. В 2018 году снова наблюдается снижение объема торгов до 3801,8 миллионов сомов.

В последующие годы (2019-2022) наблюдается устойчивый рост объема торгов на КФБ, достигая 17834,3 миллионов сомов в 2022 году.

В 2015 году объем торгов в Кыргызской Республике составил 8874,0 миллионов сомов. В 2016 году этот показатель вырос до 18152,0 миллионов сомов. В 2017 году объем торгов снизился до 7858,0 миллионов сомов. В 2018 году произошло значительное увеличение объема торгов до 283052,0 миллионов сомов. За 2018 год объем торгов с ценными бумагами на рынке ценных бумаг составил 283 052 591 238 сомов [268] (Рисунок 4.2).



Рисунок 4.2. Объем торгов на рынке ценных бумаг Кыргызской Республики, млн. сомов

Источник составлен по данным [268]

Резкое увеличение объема внебиржевых сделок за отчетный период связано с регистрацией учредительного выпуска акций ОАО «Шоппинг онлайн центр» на сумму уставного капитала 275 880,9 млрд. сомов.

В 2019 году наблюдается снижение объема торгов до 13069,2 миллионов сомов. В 2020 году снова наблюдается рост объема торгов до 19543,8 миллионов сомов. В 2021 году этот показатель составил 17045,5 миллионов сомов. В 2022 году наблюдается увеличение объема торгов до 23157,5 миллионов сомов [268].

Общий объем торгов на КФБ и в Кыргызской Республике в целом демонстрирует устойчивую тенденцию роста после 2018 года.

В 2018 году наблюдается аномальное увеличение объема торгов в Кыргызской Республике. В последующие годы (2019-2022) объем торгов в Кыргызской Республике остается на относительно стабильном уровне, с некоторыми колебаниями. В целом, наблюдается положительная динамика роста, что может свидетельствовать о развитии финансового рынка и повышении доверия инвесторов к ценным бумагам Кыргызстана.

Анализ указанных данных подчеркивает динамичность фондового рынка Кыргызской Республики за рассматриваемый период, отражая растущий интерес участников рынка к инвестициям в ценные бумаги и общему развитию финансовых рынков в стране.

Из представленных данных можно сделать вывод, что Кыргызская фондовая биржа активно привлекает все больше участников и компаний для участия в торговле на ее площадке. Однако изменения в объемах торгов и количестве ценных бумаг тесно связаны с экономическими факторами, как внутри Кыргызстана, так и на мировом уровне.

Рынок ценных бумаг в Кыргызской Республике находится в процессе развития, привлекая разнообразных участников, таких как эмитенты, брокеры и дилеры. Эмитенты выпускают ценные бумаги, предлагая их на рынке в целях привлечения капитала для расширения своего бизнеса. Брокеры и дилеры, в свою очередь, предоставляют услуги по покупке и продаже ценных бумаг от

имени клиентов. Тем не менее, несмотря на устойчивый рост объемов торгов на рынке ценных бумаг в Кыргызстане, он все еще остается относительно невелик по сравнению с более развитыми финансовыми рынками. Для усиления притока инвестиций в экономику страны и повышения привлекательности рынка ценных бумаг, необходимо продолжать улучшение регулирования, повышение прозрачности и защиту прав инвесторов. Также требуются дополнительные усилия по привлечению как инвесторов, так и эмитентов.

Анализ количестве сделок позволил сделать вывод о том, что наблюдается некоторая изменчивость в количестве сделок как на КФБ, так и на рынке ценных бумаг в Кыргызской Республике.

Наибольший прирост в количестве сделок наблюдается в 2018 году. После 2018 года количество сделок на рынке в целом остается относительно стабильным, хотя наблюдаются некоторые колебания в количестве сделок на КФБ [268] (Рисунок 4.3).

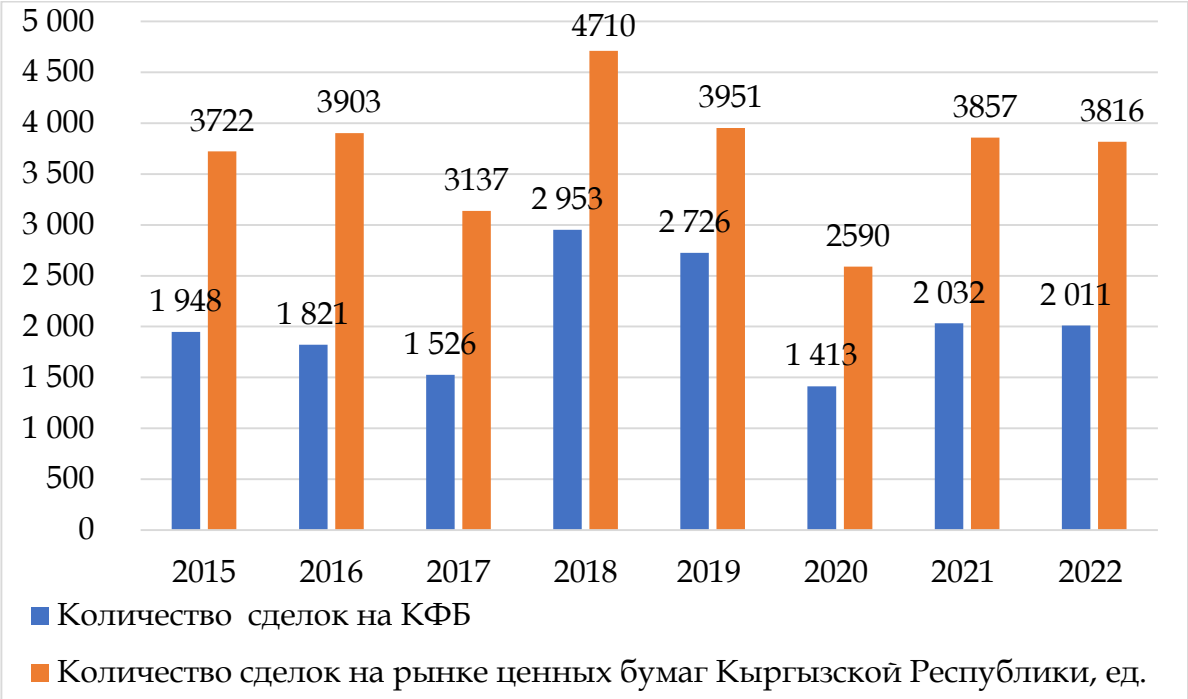


Рисунок 4.3. Количество сделок на рынке ценных бумаг Кыргызской Республики, ед.

Источник составлен по данным [268]

В 2020 году отмечается существенное снижение количества сделок как на КФБ, так и на рынке ценных бумаг КР. Это может быть обусловлено различными факторами, включая экономическую нестабильность, вызванную пандемией COVID-19, а также изменениями в инвестиционных стратегиях инвесторов.

От 2018 по 2022 год количество сделок на КФБ подвергалось колебаниям в диапазоне от 1 413 до 2 953 сделок в год. В 2018 году отмечается максимальное значение этого показателя, составившее 2 953 сделки. Однако в последующие годы наблюдалось изменение этого значения [268].

В 2019 году количество сделок на КФБ снизилось до 2 726 ед., а в 2020 году оно упало до всего 1 413 сделок. В 2021 году отмечается увеличение этого показателя до 2 032 ед., но он по-прежнему оставался ниже уровня, зафиксированного в 2018 году. В 2022 году количество сделок составило 2016, что также оказалось ниже, чем в 2018 году, но превысило уровень, зафиксированный в 2020 году [268].

Объем торгов как на первичном, так и на вторичном рынках ценных бумаг Кыргызской Республики демонстрирует устойчивую тенденцию роста с 2015 по 2022 год. Торги на первичном рынке значительно возросли с 2015 по 2016 год, затем имели колебания, но в целом оставались на высоком уровне до 2022 года, когда достигли своего пика.

Торги на вторичном рынке также показывают устойчивый рост с 2015 по 2022 год, хотя с некоторыми колебаниями. В 2022 году произошел значительный скачок объема торгов на вторичном рынке.

В целом, торги на первичном рынке в период с 2015 по 2022 год оставались более активными, чем на вторичном рынке. Это может указывать на то, что в рассматриваемый период компании предпочитали привлекать новые инвестиции через выпуск новых ценных бумаг.

В 2022 году объем торгов на вторичном рынке достиг максимального значения, составив 1 005 099,81 тыс. сом, подчеркивая период повышенной активности участников рынка. В отличие от этого, в 2020 году объем торгов

на вторичном рынке был существенно более низким и составил всего лишь 378 144,90 тыс. сом. [268] Эти колебания могут быть обусловлены различными факторами, такими как изменения в инвестиционных стратегиях, рыночные условия или внешние события (Рисунок 4.4).

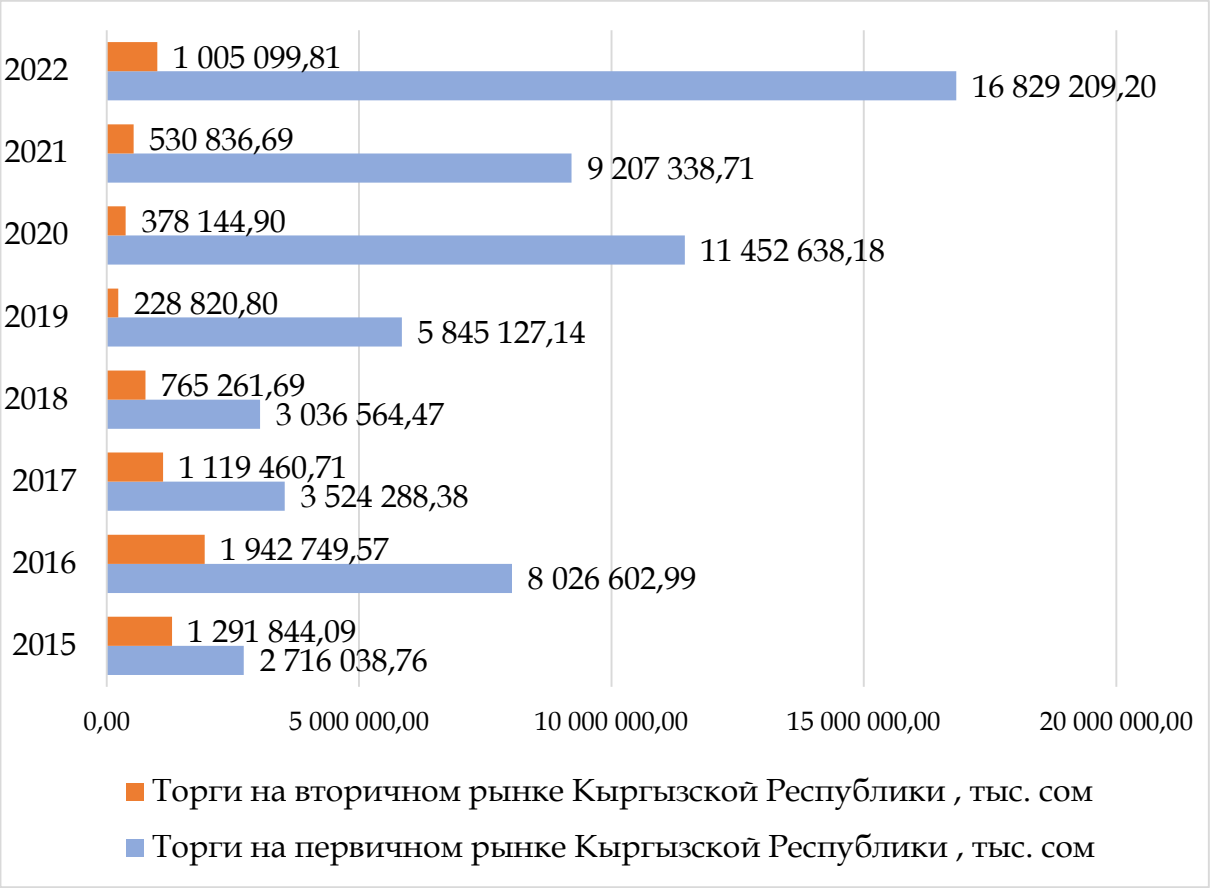


Рисунок 4.4. Объем биржевых торгов с ценными бумагами на первичном и вторичном рынке на КФБ, тыс. сом.

Источник составлен по данным [268]

Объем торгов на обоих рынках значительно возрос в 2022 году, что может быть связано с повышенным интересом инвесторов к рынку ценных бумаг, возможными изменениями в экономической ситуации или другими факторами, стимулирующими торговлю.

Этот анализ позволяет сделать вывод о динамике развития рынка ценных бумаг в Кыргызской Республике и о его значительном росте в рассматриваемый период времени.

Таким образом, первичный рынок продолжает демонстрировать стабильный рост, в то время как вторичный рынок подчинен разнообразным факторам, приводящим к колебаниям в объеме торгов в разные периоды.

По проведенному сравнению видно, что в общей сложности на первичном рынке торгуется значительно больший объем ценных бумаг по сравнению с вторичным рынком. Эта динамика обусловлена тем, что на первичном рынке компании осуществляют первичные эмиссии новых ценных бумаг для привлечения капитала, в то время как на вторичном рынке инвесторы торгуют уже существующими ценными бумагами.

Анализ сделок на первичном и вторичном рынках ценных бумаг в Кыргызской Республике подтверждает важность первичного рынка как ключевого источника финансирования для предприятий и эмитентов. В отличие от вторичного рынка, где ценные бумаги уже находятся в обращении и их цены формируются в зависимости от спроса и предложения, первичный рынок предоставляет возможность для первоначального размещения ценных бумаг и установления их первоначальной цены.

Одним из преимуществ использования первичного рынка является возможность эмитента получить доступ к дополнительным источникам финансирования без необходимости обращения к банкам. Вместо этого эмитент может выпускать и продавать свои ценные бумаги на рынке, привлекая таким образом инвесторов. Это обеспечивает эмитенту доступ к более широкому кругу потенциальных инвесторов, что не только повышает оперативность и эффективность управления финансовыми ресурсами, но также может способствовать снижению стоимости капитала и улучшению его структуры.

Необходимо также подчеркнуть, что торги на обоих рынках ценных бумаг играют важную роль в развитии финансовой системы и экономики в целом. Они предоставляют компаниям возможность привлекать необходимый капитал для своего роста и развития, а инвесторам – способ получения дохода от своих инвестиций.

Количество листинговых компаний на фондовом рынке Кыргызской Республики демонстрирует различную динамику в период с 2015 по 2022 год.

В 2015 году количество листинговых компаний составляло 23. Затем в период с 2016 по 2019 год оно постепенно увеличивалось и достигло пика в 2017 и 2018 годах, когда было зарегистрировано 29 компаний на фондовом рынке. В 2019 году количество листинговых компаний снова снизилось до 26.

В 2020 и 2021 годах количество листинговых компаний оставалось стабильным на уровне 26. Однако в 2022 году наблюдается резкий рост этого показателя до 32 компаний (Рисунок 4.5).

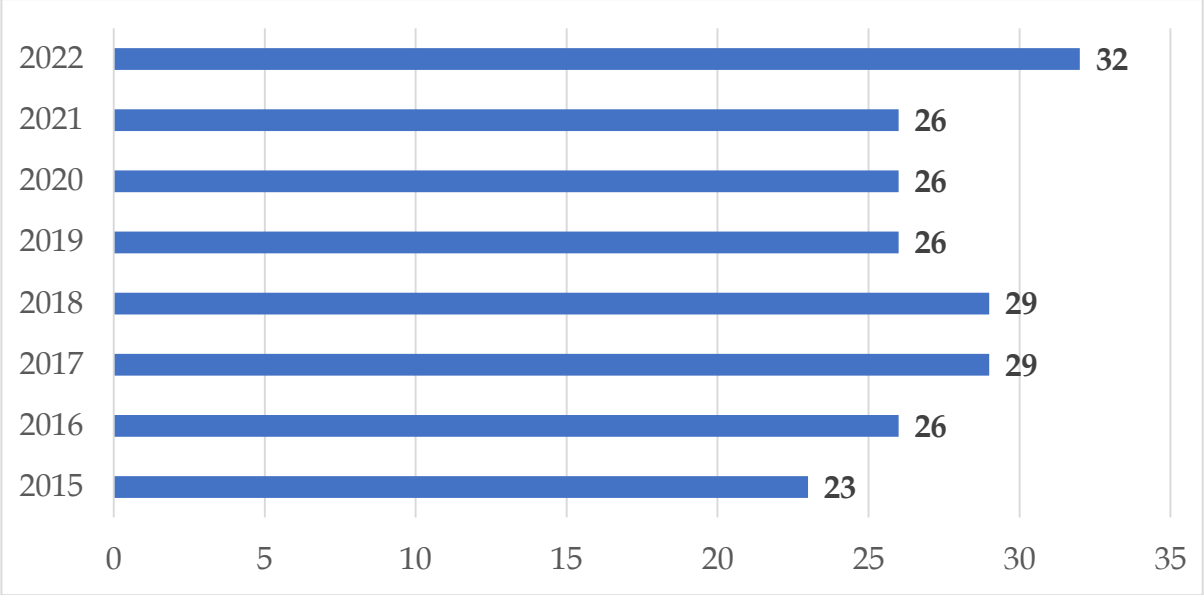


Рисунок 4.5. Количество листинговых компаний на фондовом рынке Кыргызской Республики, ед.

Источник составлен по данным [268]

Таким образом, можно сделать вывод о неоднородной динамике количества листинговых компаний на фондовом рынке Кыргызской Республики. Периодические изменения в количестве компаний связаны с различными факторами, такими как экономическая конъюнктура, политическая стабильность, а также изменения в правовой и регуляторной среде. Увеличение числа листинговых компаний в 2022 году свидетельствует о росте интереса компаний к фондовому рынку и о положительных изменениях в экономике и инвестиционной среде Кыргызстана.

Различие между секторами листинговых и нелистинговых ценных бумаг также является важным аспектом. Сектор листинговых ценных бумаг включает в себя те ценные бумаги, которые уже зарегистрированы на бирже и торгуются на ее площадке. Сектор нелистинговых ценных бумаг, напротив, включает те, которые не прошли регистрацию на бирже и торгуются на вторичном рынке вне ее.

Это разделение подчеркивает разнообразие инструментов и стратегий торговли, предоставляемых различными секторами, и способствует формированию более гибкой и адаптивной финансовой среды, способной соответствовать потребностям как компаний, так и инвесторов.

Анализ данных о торгах в секторах листинговых и нелистинговых ценных бумаг в Кыргызской Республике за период с 2015 по 2023 год позволяет выделить ключевые тенденции и динамику на этих рынках.

В период с 2015 по 2023 год наблюдается разнонаправленная динамика торгов в секторе листинговых ценных бумаг. С 2015 по 2016 год происходит снижение объема торгов, затем в 2017 году происходит рост. В последующие годы наблюдается нестабильность объема торгов с небольшими колебаниями.

Объем торгов в секторе нелистинговых ценных бумаг в целом растет с 2015 по 2016 год, после чего происходит снижение в 2017 году. В последующие годы снова наблюдается рост, с последующим небольшим снижением в 2021 году.

Объем торгов в секторе нелистинговых ценных бумаг в 2018 году составил 1 343 728,79 тыс. сом. В 2019 году произошло заметное увеличение объема торгов, достигнув 1 648 032,62 тыс. сом. В 2020 году торговый объем существенно вырос до 7 106 723,98 тыс. сом, представляя самый высокий показатель за рассматриваемый период. В 2021 году этот показатель снизился до 6 008 351,51 тыс. сом. В 2022 году произошло уменьшение объема торгов в секторе нелистинговых ценных бумаг до 5 238 972,22 тыс. сом. В 2023 году торговый объем вновь увеличился, составив 10 352 628,85 тыс. сом. [268]

Важно отметить, что в период с 2015 по 2023 год торги в секторе листинговых ценных бумаг часто значительно превышают торги в секторе нелистинговых ценных бумаг. В 2022 и 2023 годах особенно заметен значительный рост объема торгов в секторе листинговых ценных бумаг [268] (Рисунок 4.6).

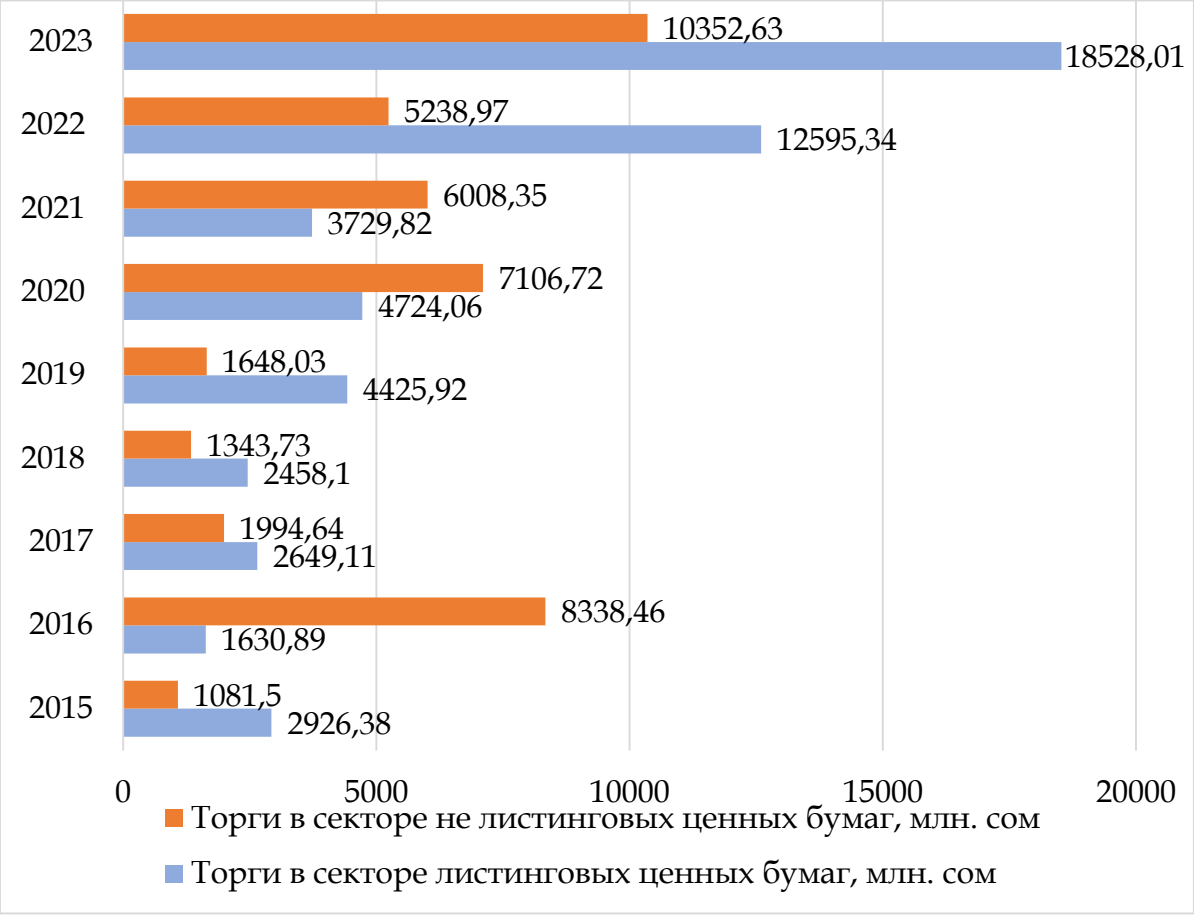


Рисунок 4.6. Торги в секторе листинговых и не листинговых ценных бумаг, млн. сомов

Источник составлен по данным [268]

Общая тенденция роста объемов торгов в обоих секторах свидетельствует о развитии рынка ценных бумаг в Кыргызской Республике.

Увеличение торгов в секторе листинговых ценных бумаг может свидетельствовать о повышенном интересе инвесторов к компаниям, акции которых котируются на бирже, и/или о расширении рынка листинговых компаний. В то же время, рост торгов в секторе нелистинговых ценных бумаг

может указывать на увеличение активности на внебиржевом рынке или на рост числа компаний, не котирующихся на бирже.

В обоих секторах наблюдается общий тренд к увеличению объема торгов, но с существенными колебаниями в определенные годы.

Сектор листинговых ценных бумаг демонстрирует более резкое изменение объема торгов, в то время как сектор нелистинговых ценных бумаг характеризуется более стабильным ростом.

Увеличение объема торгов в секторе листинговых ценных бумаг может быть связано с повышенным интересом к ценным бумагам, зарегистрированным на бирже, и активной торговлей на ее площадке.

Резкое увеличение торгового объема в 2022 году в секторе листинговых ценных бумаг требует дополнительного анализа для выяснения причин таких изменений.

Оба сектора демонстрируют общий тренд к увеличению объемов торгов, но с существенными колебаниями в определенные годы.

Сектор листинговых ценных бумаг характеризуется резким ростом в 2022 году, что может быть связано с увеличенным интересом к ценным бумагам, зарегистрированным на бирже, и активной торговлей на ее площадке.

В секторе нелистинговых ценных бумаг в 2020 году произошел значительный скачок, возможно, обусловленный конкретными событиями или изменениями в рыночных условиях.

Анализ динамики количества сделок показал, что количество сделок с корпоративными облигациями демонстрирует неравномерную динамику с 2015 по 2022 год. Наблюдается рост от 484 сделок в 2015 году до 1175 сделок в 2019 году, после чего происходит снижение до 320 сделок в 2020 году, а затем снова рост к 943 сделкам в 2022 году [268] (Рисунок 4.7).

Объем сделок с корпоративными облигациями также неоднороден в рассматриваемый период. Несмотря на рост количества сделок до 2019 года, в этом же году наблюдается снижение объема сделок до 250,5 млн. сомов [268].

В 2020 году как количество сделок, так и их объем снова снижаются, но в последующие годы происходит постепенный рост, достигая 370,4 млн. сомов в 2022 году.



Рисунок 4.7. Количество и объем сделок с корпоративными облигациями в Кыргызской Республике

Источник составлен по данным [268]

В целом, существует обратная зависимость между количеством сделок и их объемом. В периоды, когда количество сделок растет (например, в 2019 году), объем сделок снижается, вероятно, из-за более мелких сделок. И наоборот, когда количество сделок сокращается (например, в 2020 году), общий объем сделок может увеличиваться из-за более крупных инвестиций.

После снижения в 2020 году, как количество сделок, так и их объем продолжают расти в последующие годы, что может указывать на восстановление интереса к корпоративным облигациям и стабилизацию ситуации на рынке.

Общий объем эмиссий ценных бумаг в Кыргызстане существенно колеблется в рассматриваемом периоде. Наблюдаются как резкие скачки, так

и снижения. Особенно выделяется 2018 год, когда произошел значительный рост объема эмиссий, вероятно.

Количество выпусков также изменяется от года к году, хотя общая тенденция к снижению числа выпусков наблюдается в 2019 и 2020 годах, что может быть связано с различными факторами, такими как экономическая ситуация или изменения в законодательстве [268] (Рисунок 4.8).

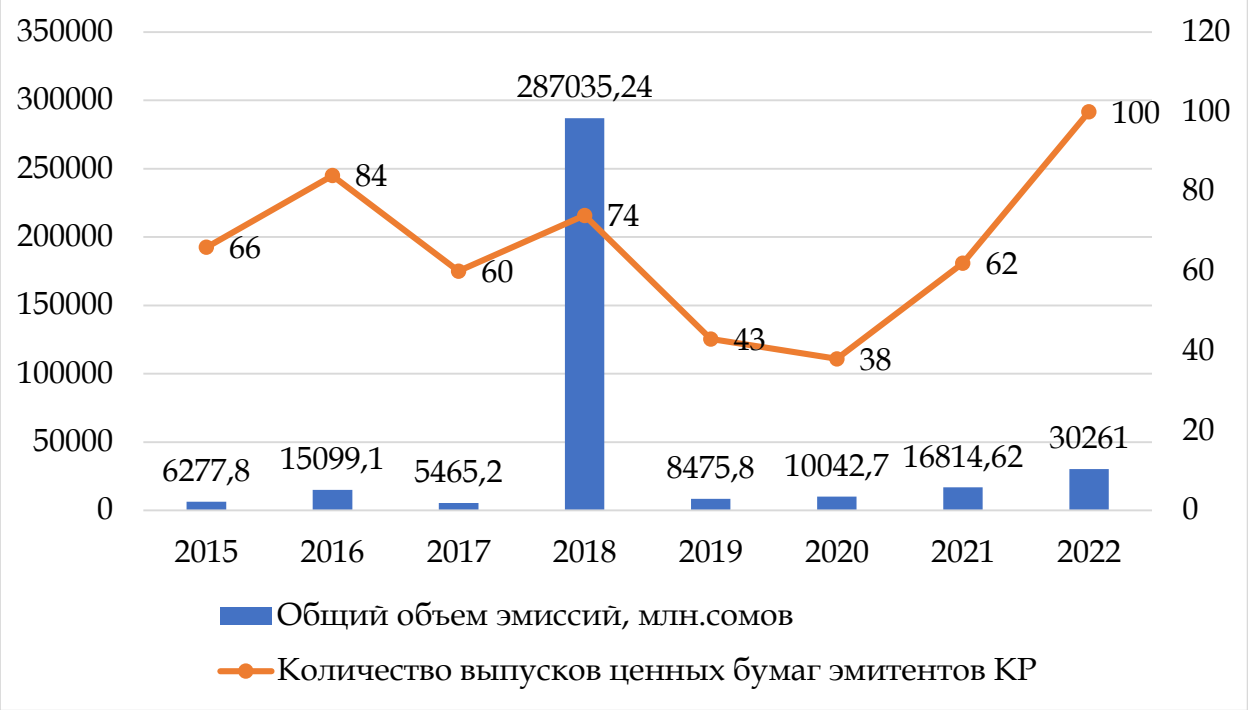


Рисунок 4.8. Объем эмиссий и количество выпусков ценных бумаг эмитентов в Кыргызской Республике

Источник составлен по данным [268]

В 2022 году отмечается значительный рост как объема эмиссий, так и количества выпусков, что может свидетельствовать о повышенном интересе к инвестициям и развитии финансового рынка в стране. В целом, данные свидетельствуют о динамичном развитии финансового рынка в Кыргызстане, хотя наблюдается значительная волатильность в объеме эмиссий и числе выпусков ценных бумаг.

Финансовая посредничество и страхование занимают ведущую позицию по объему эмиссий ценных бумаг. Это отражает значительный интерес к инвестициям в финансовый сектор и страхование в стране. Объем эмиссий

ценных бумаг в этой отрасли в 2022 году составлял 13 017,70 млн сом [268] (Рисунок 4.9).

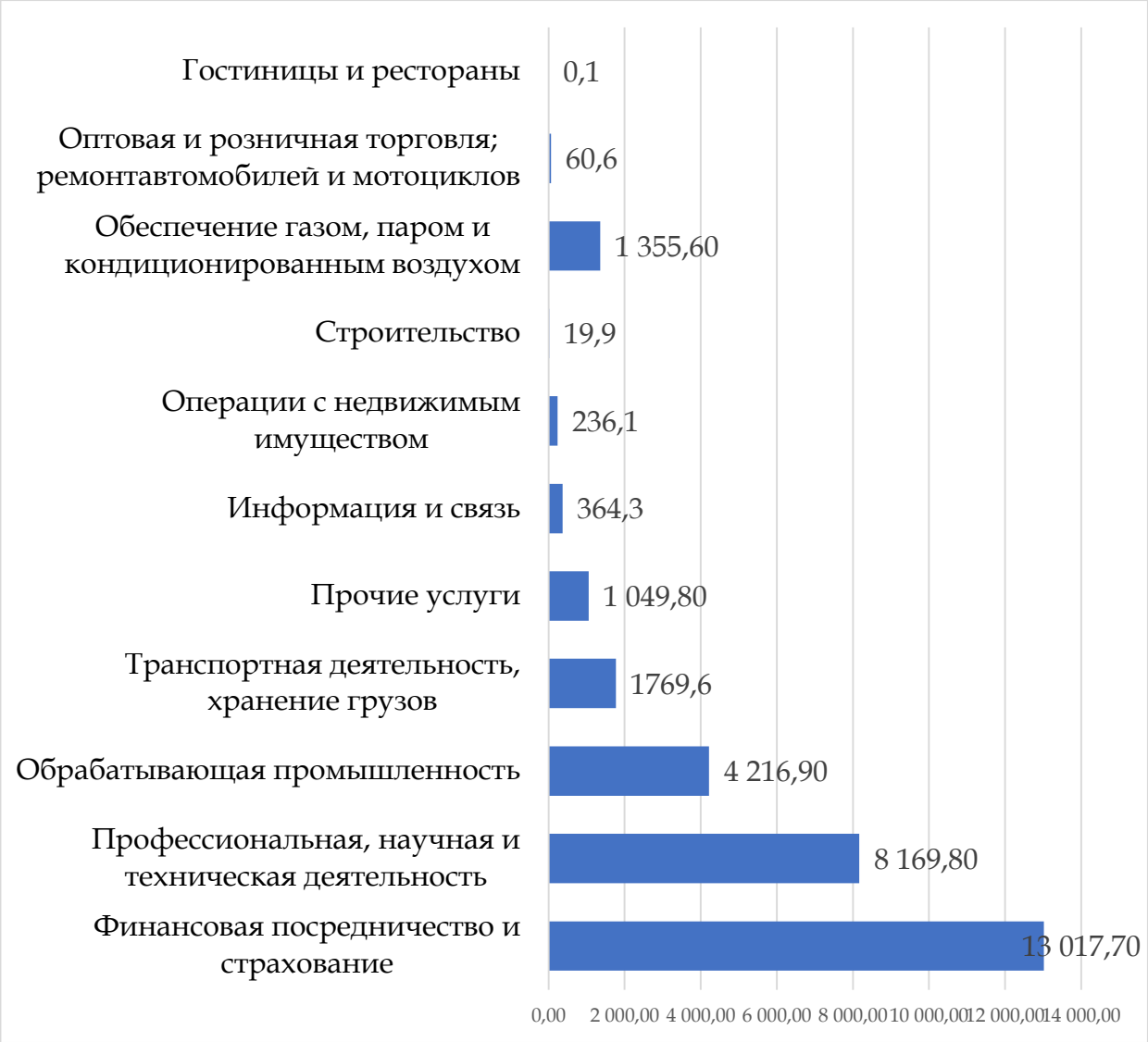


Рисунок 4.9. Объем эмиссий ценных бумаг эмитентов в Кыргызской Республике по отраслям экономики в 2022 году, млн. сомов

Источник составлен по данным [268]

Значительный объем эмиссий ценных бумаг в сфере науки и технологий - 8 169,80 млн сом, так как профессиональная, научная и техническая деятельность также имеет высокий объем эмиссий, что свидетельствует о развитии научно-технического сектора и высоком уровне инноваций в стране.

Обрабатывающая промышленность, транспортная деятельность, услуги, информационные технологии и другие сектора также имеют существенный

объем эмиссий, что свидетельствует о разнообразии экономической активности в стране.

Строительство, оптовая и розничная торговля, а также гостиницы и рестораны имеют сравнительно небольшой объем эмиссий по сравнению с другими секторами.

Общий анализ указывает на разнообразие секторов, в которых происходят эмиссии ценных бумаг, что может способствовать развитию экономики и стимулированию инвестиций в различные отрасли.

Следует выделить наиболее крупные объемы эмиссии ценных бумаг некоторых акционерных обществ в Кыргызстане. ОАО «Национальная Холдинговая Компания «Наследие Великих Кочевников» выпустило ценные бумаги в объеме 3 400,00 млн сом.

ОАО «Государственная Ипотечная Компания» выпустило ценные бумаги в объеме 5 065,00 млн сом. ОАО «Айыл Банк» выпустило ценные бумаги в объеме 4 100,00 млн сом. ОАО «Кыргыз почтасы» выпустило ценные бумаги в объеме 1 769,60 млн сом. ОАО «РСК Банк» выпустило ценные бумаги в объеме 1 700,00 млн сом. ОАО «Завод по производству сельскохозяйственной техники «Азия Нью Тек» выпустило ценные бумаги в объеме 1 447,50 млн сом. ОАО «Кыргызиндустрия» выпустило ценные бумаги в объеме 1 000,00 млн сом [268] (Рисунок 4.10).

Эти данные отражают значительные объемы эмиссий ценных бумаг для данных компаний, что может указывать на их значимость в экономике страны или на интерес инвесторов к данным компаниям.

Проведем анализ данных по общему объему эмиссий учредительных выпусков ценных бумаг и количеству таких выпусков эмитентов в Кыргызской Республике за период с 2015 по 2022 год. Общий объем эмиссий в 2015 году составил 0,7 млн. сомов при количестве выпусков в 7.

В 2016 году наблюдается значительный рост объема эмиссий до 1089,6 млн. сомов, что связано с увеличением числа выпусков до 27. В 2017 году

объем эмиссий снизился до 487 млн. сомов при уменьшении числа выпусков до 12.



Рисунок 4.10. Наиболее крупные эмиссии ценных бумаг эмитентов в Кыргызской Республике в 2022 году, млн. сомов

Источник составлен по данным [268]

В 2018 году происходит резкий скачок в общем объеме эмиссий до 277229,1 млн. сомов с увеличением числа выпусков до 29. В 2019 году объем эмиссий снова снижается до 119,99 млн. сомов, при этом количество выпусков сокращается до 16. В 2020 году наблюдается повышение объема эмиссий до 1080,4 млн. сомов при снижении числа выпусков до 10. В 2021 году общий объем эмиссий растет до 2181 млн. сомов, а количество выпусков увеличивается до 20. В 2022 году происходит дальнейший рост как в объеме эмиссий, так и в количестве выпусков, достигая 3550,7 млн. сомов и 52 выпусков соответственно [268] (Рисунок 4.11).



Рисунок 4.11. Объем эмиссий и количество учредительных выпусков ценных бумаг эмитентов в Кыргызской Республике

Источник составлен по данным [268]

В 2015 году количество выпусков ценных бумаг эмитентов КР составило 7, затем оно постепенно увеличивалось до 29 в 2018 году, а затем снова снизилось. В 2022 году отмечается резкий рост количества выпусков до 52.

Таким образом, наблюдается значительная волатильность в объеме эмиссий учредительных выпусков ценных бумаг, особенно в 2018 и 2022 годах. Рост числа выпусков в 2022 году может свидетельствовать о повышенном интересе капиталовложений и развитии финансовых рынков в Кыргызстане.

Анализ динамики общего объема эмиссий дополнительных выпусков ценных бумаг значительно колеблется в период с 2015 по 2022 год. В этот период наблюдается общая тенденция роста, с некоторыми колебаниями в разные годы. Наибольший рост объема эмиссий отмечен в 2016 году, когда объем вырос с 3399,3 млн.сомов до 14009,4 млн.сомов, что связано с рядом факторов, включая изменения в экономической среде, интерес инвесторов и др. [268] (Рисунок 4.12).

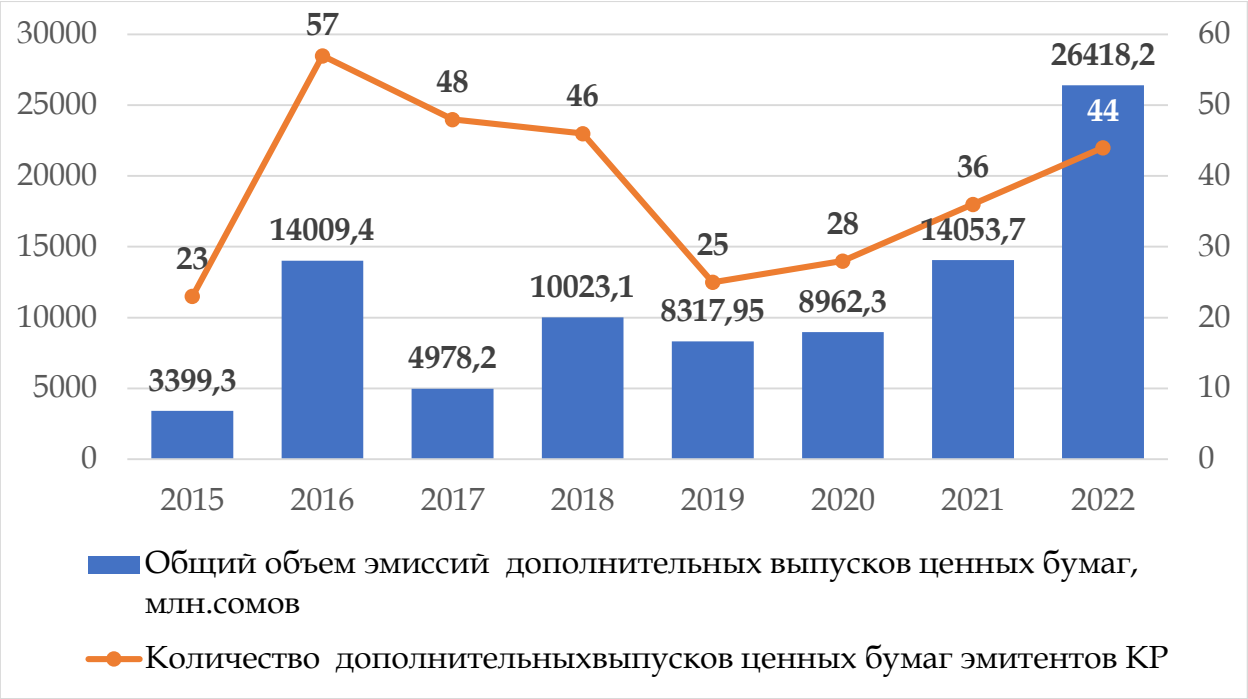


Рисунок 4.12. Объем эмиссий и количество дополнительных выпусков ценных бумаг эмитентов в Кыргызской Республике

Источник составлен по данным [268]

В 2017 году наблюдается снижение объема эмиссий по сравнению с предыдущим годом, однако количество выпусков остается сравнительно стабильным. Это может быть связано с экономическими факторами или изменениями в регулировании рынка.

Наибольший объем эмиссий за рассматриваемый период наблюдается в 2022 году, достигнув 26418,2 млн.сомов.

Количество выпусков дополнительных ценных бумаг также колеблется, но в целом демонстрирует умеренный рост с 2015 по 2022 год. Таким образом, данные показывают динамику развития рынка дополнительных эмиссий ценных бумаг в Кыргызской Республике, отражая важность данного сегмента для привлечения инвестиций и финансового развития страны.

Общая сумма начисленных дивидендов значительно увеличилась с 2019 по 2021 год, показав резкий рост в 2021 году. Это может указывать на увеличение прибыли компаний и их способность выплачивать дивиденды своим акционерам. Общая сумма выплаченных дивидендов также

увеличилась с 2019 по 2021 год, но при этом не так существенно, как общая сумма начисленных дивидендов. В 2019 и 2020 годах общая сумма выплаченных дивидендов превышала общую сумму начисленных дивидендов, в то время как в 2021 году общая сумма начисленных дивидендов превысила общую сумму выплаченных дивидендов [268] (Рисунок 4.13).

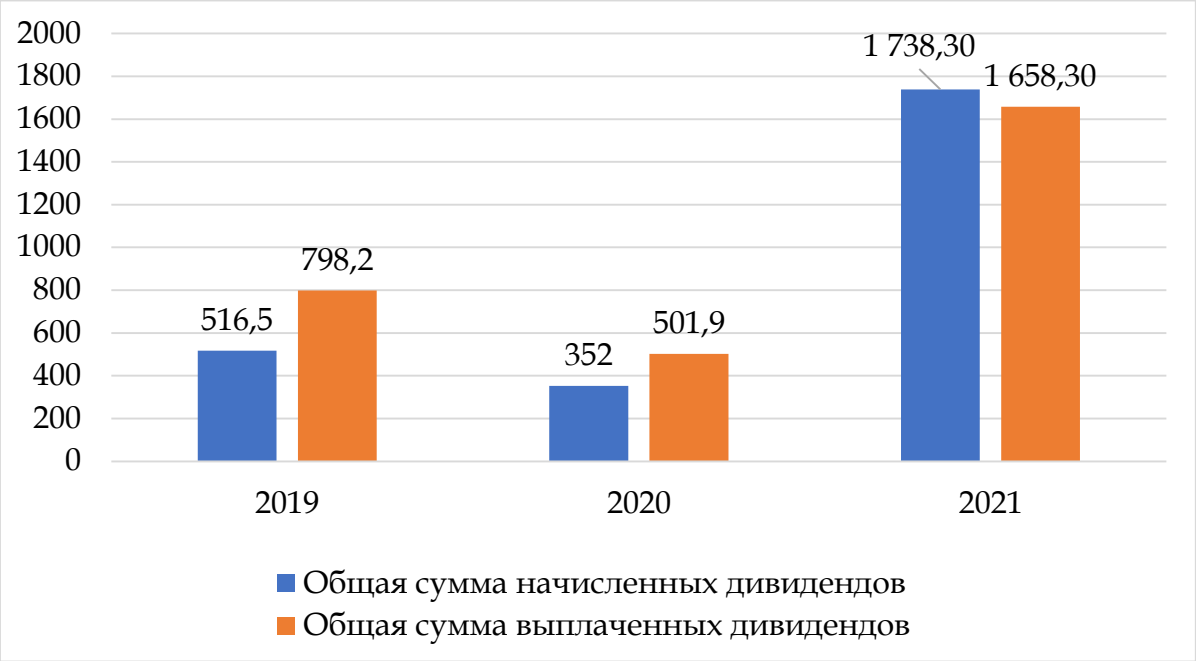


Рисунок 4.13. Общая сумма начисленных и выплаченных дивидендов ОАО, млн. сомов

Источник составлен по данным [268]

В целом, данные о начисленных и выплаченных дивидендах позволяют оценить финансовое состояние и стратегию дивидендных выплат ОАО за рассматриваемый период.

Анализ динамики притока иностранных инвестиций показал, что за период с 2015 по 2018 год наблюдается общая тенденция роста притока иностранных инвестиций в ценные бумаги Кыргызстана. Особенно значительный приток был зафиксирован в 2018 году, когда приток достиг максимального значения - 5016,6 млн. сом. [268] (Рисунок 4.14).

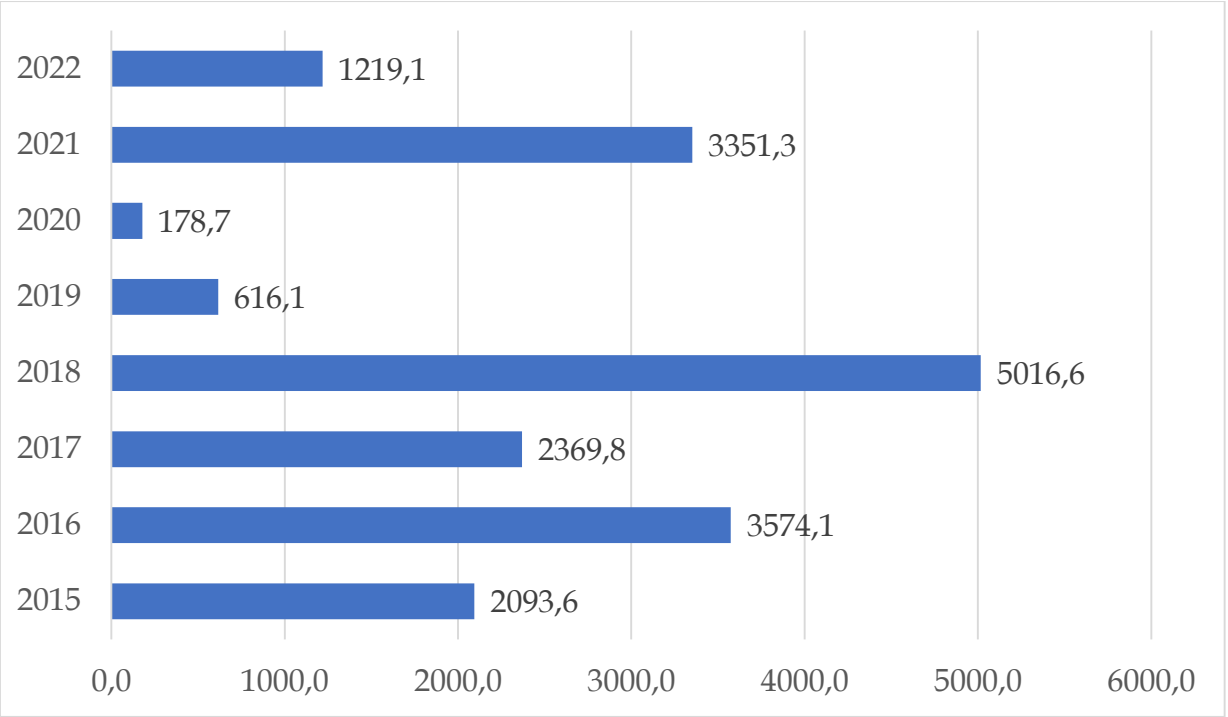


Рисунок 4.14. Иностранные вложения в ценные бумаги, млн. сомов

Источник составлен по данным [268]

В 2019 году произошло резкое снижение притока иностранных инвестиций по сравнению с предыдущим годом, что может быть связано с различными факторами, такими как изменения в экономической ситуации, политической стабильности или международных финансовых тенденций.

В 2021 году наблюдается восстановление притока иностранных инвестиций после снижения в 2019 и 2020 годах. Это может свидетельствовать о восстановлении доверия иностранных инвесторов к рынку ценных бумаг Кыргызстана.

В 2022 году приток иностранных инвестиций составил 1219,1 млн. сом, что, хотя и ниже чем в 2021 году, все же показывает продолжение интереса иностранных инвесторов к рынку ценных бумаг Кыргызстана. Из этой суммы 1 072,8 млн. сомов представляют инвестиции из стран дальнего зарубежья, а 146,3 млн. сомов - из стран ближнего зарубежья.

Неналоговые поступления в бюджет страны от единовременных комиссионных сборов за эмиссию ценных бумаг составили сумму в размере 71 850 сомов.

4.3. Принципы ESG в развитии рынка ценных бумаг

Деятельность фондовых бирж в настоящее время направлена на реализацию инициативы ООН «Устойчивые фондовые биржи» (Sustainable Stock Exchanges) – проект ООН по стимулированию корпоративных инвестиций в устойчивое развитие на основе принципов ответственного инвестирования.

Цели устойчивого развития ООН (UN Sustainable Development Goals) – План ООН, утвержденный в 2015 году, который направлен на достижение целей устойчивого развития государств-членов без отрицательного воздействия на окружающую среду

Раскрытие информации о соблюдении компаниями критериев экологичности, социальной ответственности и корпоративного управления (Environmental, social, and governance) (ESG) на Кыргызской фондовой бирже производиться в соответствии с международными стандартами нефинансовой отчетности и Руководства КФБ по составлению ESG-отчетности.

Интегрированный отчет - документ, в котором представлена информация о том, как стратегия, управление, эффективность и перспективы организации в контексте ее внешней среды создают, сохраняют или снижают стоимость в краткосрочной, среднесрочной и долгосрочной перспективе.

При составлении отчета соблюдаются принципы Ответственного инвестирования (PRI) – это набор принципов (6 принципов), целью которых является снижение рисков от долгосрочного инвестирования, путем внедрения в инвестиционные стратегии экологической, социальной и корпоративной (ESG) составляющей.

Отчет ESG (Environmental, Social and Governance) – отчет, публикуемый компанией или организацией о воздействии на окружающую среду, социальную ответственность и корпоративное управление (ESG). Это позволяет компании быть более прозрачной в отношении рисков и возможностей, с которыми она сталкивается.

В 1987 году Международная комиссия по окружающей среде и развитию (WCED) уделила особое внимание необходимости «устойчивого развития», при котором «удовлетворение потребностей настоящего времени не подрывает способность будущих поколений удовлетворять свои собственные потребности». Данная формулировка понятия «устойчивое развитие» сейчас широко используется в качестве основной формулировки во многих странах.

Одним из основных международных актов по вопросам устойчивого развития является документ «Преобразование нашего мира: повестка дня в области устойчивого развития на период до 2030 года», принятый в 2015 году Резолюцией Генеральной Ассамблеи ООН, который включает в себя указание 17 глобальных целей устойчивого развития. В частности, этот документ является обращением к компаниям с призывом об ответственном ведении бизнеса, направленного на устойчивое поступательное развитие с учетом социальных и экологических факторов.

На фоне глобальной тенденции существенно возрос интерес заинтересованных сторон к нефинансовой информации компаний, в том числе в части принятия инвестиционных решений. В связи с этим, на первый план выходит принцип ответственного инвестирования, когда большое значение придается приверженности компании устойчивому развитию, ее способности вести повседневную деятельность, фокусируя внимание на экологических факторах (сохранение экологии, рациональное использование ресурсов, сокращение выбросов и загрязнений), на социальных факторах (социальные тенденции, демографические изменения, гендерные вопросы, отношения с сообществом, отношения с работниками и вопросы охраны труда и техники безопасности), а также на факторах корпоративного управления (внутренняя структура организации, всесторонний учет прав акционеров, прозрачность).

Ответственное инвестирование также подразумевает разумное соотношение риска и доходности, так как риски, связанные с ESG-факторами, с высокой степенью вероятности трансформируются в финансовые риски, что в конечном итоге может привести к снижению стоимости активов компании.

Настоящее Руководство разработано с целью минимизации рисков в будущем и адаптации компаний КР к глобальным изменениям в области устойчивого развития, а также для понимания области раскрытия нефинансовой информации.

Составление Отчетов ESG также имеет решающее значение для того, чтобы компании Кыргызской Республики могли воспользоваться преимуществами формирующихся механизмов устойчивого финансирования (включая «зеленую» таксономию и таксономию в области устойчивого развития) и инноваций в финансовых продуктах (например, «зеленые» облигации и кредиты, облигации и кредиты на цели социального и устойчивого развития, а также облигации и кредиты, связанные с устойчивым развитием). Эти механизмы помогают компаниям с более продвинутым уровнем управления и отчетностью ESG привлекать капитал напрямую — и на более выгодных условиях — от ответственных инвесторов и искать устойчивые инвестиции.

Основными целями раскрытия нефинансовой информации компаниями КР являются следующие: - повышение уровня осведомленности компаний КР о значимости составления отчетов ESG; - интеграция ESG-факторов в состав раскрываемой информации о деятельности компаний; - повышение уровня доверия заинтересованных сторон к деятельности компаний через обеспечение прозрачности по вопросам, связанным с ESG-факторами; - повышение инвестиционной привлекательности компаний путем привлечения внимания инвесторов, применяющих ответственный подход к инвестированию; - стимулирование перехода компаний к устойчивому развитию с применением общепринятых целей устойчивого развития; - стимулирование разработки компаниями собственных стратегий и политик устойчивого развития и их интеграция в процессы деятельности; - управление ESG-рисками через получение обратной связи в отношении раскрываемой информации, которая затем используется для совершенствования

деятельности компании, и понимание и раскрытие нефинансовой публичной отчетности о ESG-факторах.

При этом соблюдается подход к управлению рисками ESRM (УЭСР) - Управление экологическими и социальными рисками, который интегрирует оценку экологических и социальных рисков в общий процесс управления кредитами и рисками финансового учреждения.

Целью Руководства по составлению и публикации отчетов по критериям экологичности, социальной ответственности и корпоративного управления является подготовка рынка Кыргызской Республики к усилению регулятивного давления в отношении отчетности в области устойчивого развития во всем мире, включая разрабатываемые в настоящее время стандарты раскрытия информации, такие как стандарты МСФО «Общие требования к раскрытию финансовой информации, относящейся к устойчивому развитию» и «Раскрытия, связанные с изменениями климата» (МСФО S1 и S2), Европейские стандарты отчетности в области устойчивого развития (ESRS) и стандарты Целевой группы по раскрытию финансовой информации, связанной с климатом (TCFD). Эти стандарты являются дополнением к нескольким существующим стандартам и требованиям к отчетности в области устойчивого развития, от нормативных актов, таких как Директива ЕС о нефинансовой отчетности (NFRD), до листинговых требований Биржи и добровольных стандартов, таких как стандарты Глобальной инициативы по отчетности (GRI), Совета по стандартам учета в области устойчивого развития (SASB) и Целевой группы по вопросам раскрытия финансовой информации, связанной с климатом (TCFD).

Отчетность ESG важна для Кыргызской Республики, чтобы контролировать вклад частного сектора в выполнение обязательства страны по смягчению последствий изменения климата в рамках Парижского соглашения. Роль компаний имеет решающее значение для обеспечения выполнения Кыргызской Республикой своих обязательств в соответствии с Парижским соглашением, поскольку основной потенциал страны в области

смягчения последствий изменения климата сосредоточен в таких секторах как энергетика, сельское хозяйство, лесное хозяйство и других секторах, связанных с землепользованием.

В рамках существующей нормативной базы свою важную роль играет ККУ КР. ESG и ESRM должны представлять собой неотъемлемые части системы корпоративного управления компании, и компания должна ежегодно подготавливать и публиковать Отчет ESG. ККУ КР также определяет принципы составления отчетности ESG, включает рекомендации по структуре и содержанию Отчета ESG, а также предлагает руководство по формированию внутренней нормативной базы компании, корпоративной и организационной структур и практик корпоративного управления для формирования и поддержания надлежащей отчетности ESG.

Отчетность ESG играет принципиально важную роль в продвижении устойчивого финансирования в Кыргызстане и поддерживает ключевые элементы системы устойчивого финансирования страны, в том числе:

- Продвижение интеграции ESG в качестве защиты от «зеленого камуфляжа» (green washing) в отчетности.

- Руководящую основу для подготовки климатической и гендерной отчетности.

- Создание потенциала для ежегодной публичной отчетности финансовых учреждений по вопросам управления экологическими и социальными рисками и распределения капитала в «зеленые», социально инклюзивные и ориентированные на устойчивость активы.

- Руководство по составлению отчетности и раскрытию информации для поддержки развития рынка зеленых облигаций в Кыргызстане.

- Интеграция аспектов ESG в использование поступлений также может усилить влияние «зеленых» облигаций.

Включает сбор высококачественных данных, составление отчетности и раскрытие информации в процесс устойчивого финансирования. При

составлении Отчета ESG, организациям следует руководствоваться нижеследующими принципами:

Законность

Корпоративные решения компании, а также действия и результаты деятельности ее директоров и менеджеров в области отчетности ESG должны соответствовать всем применимым законодательным требованиям и нормативным стандартам.

Транспарентность

Отчет ESG должен раскрывать информацию о внутренних процессах сбора и управления данными ESG, включая порядок составления документа, используемые методы, процедуру сбора данных, а также информацию о лицах, принимавших участие в разработке Отчета ESG.

Достоверность

Информация, предоставляемая пользователям, должна соответствовать всем принципам составления документации для создания доверия к Отчету ESG со стороны заинтересованных сторон и акционеров. Отчет ESG должен раскрывать информацию о внутренних процессах сбора и управления данными ESG, включая порядок составления документа, используемые методы, процедуру сбора данных, а также информацию о лицах, принимавших участие в разработке Отчета ESG.

Для повышения достоверности целесообразно, чтобы включаемая в Отчете ESG информация была подвергнута внутреннему контролю компании. Для зарегистрированных на бирже компаний информация ESG также может быть подвергнута независимой проверке в соответствии с передовой международной практикой для внешнего подтверждения достоверности информации и данных ESG.

Сопоставимость

Информация в Отчете ESG должна быть представлена таким образом, чтобы обеспечить пользователям возможность анализировать результаты деятельности в динамике по времени и сравнивать их с результатами других

организаций. Сопоставимости информации способствует использование общих показателей ESG, в том числе тех, которые обычно используются для конкретных секторов. Методы, используемые для расчета данных, должны оставаться неизменными, а любые изменения должны быть объяснены.

Вовлечение заинтересованных сторон.

В процессе составления Отчета ESG организации следует привлекать к обсуждению заинтересованные стороны, мнение которых является важной составляющей для подробного составления Отчета ESG, поскольку их участие благоприятно влияет на выражение общей точки зрения. Вовлечение заинтересованных сторон также должно помочь определить вопросы, которые

я

в Существенность

л Только существенная информация ESG должна быть включена в Отчет

я ESG. Существенная информация ESG определяется как информация о

зн значительном экономическом, экологическом и социальном воздействии,

к которое оказывают компании, или вопросы, которые оказывают существенное

в влияние на оценки и решения заинтересованных сторон, включая инвесторов.

я Также рекомендуется раскрыть (описать) процесс определения существенной информации ESG. Объективность Составление Отчета ESG должно

н сопровождаться беспристрастным отношением к сбору, изучению и передаче

а существующей информации пользователям с целью представления

и объективной картины деятельности компании за определенный период

в времени. Своевременность. Отчет ESG следует представлять своевременно,

п поскольку своевременное представление рассматривается как одна из

к качественных характеристик отчетности, обеспечивая тем самым готовые

п

р На основании этих двух взаимосвязанных целей в Директиве

Е Европейского Союза по нефинансовой отчетности (NFRD) и Проекте

с европейских стандартов отчетности в области устойчивого развития была

у принята концепция двойной существенности, в составе которой выделяются

щ

в

ы

следующие два компонента: •Финансовая существенность, относящаяся к «развитию, результатам деятельности и положению» компании. Экологическая и социальная существенность, относящаяся к «воздействию д

е Таким образом, при рассмотрении того, по каким вопросам ESG должна б быть раскрыта информация, банкам и другим финансовым организациям т следует учитывать ESG-риски и ESG-возможности, которые могут оказать е существенное влияние на операционную деятельность и финансовые р результаты компании, или оказать существенное влияние на экономику, о

к Именно это было отражено в концепции «динамической у существенности», которая была введена для отражения изменяющегося х характера вопросов устойчивого развития, круга пользователей этой к

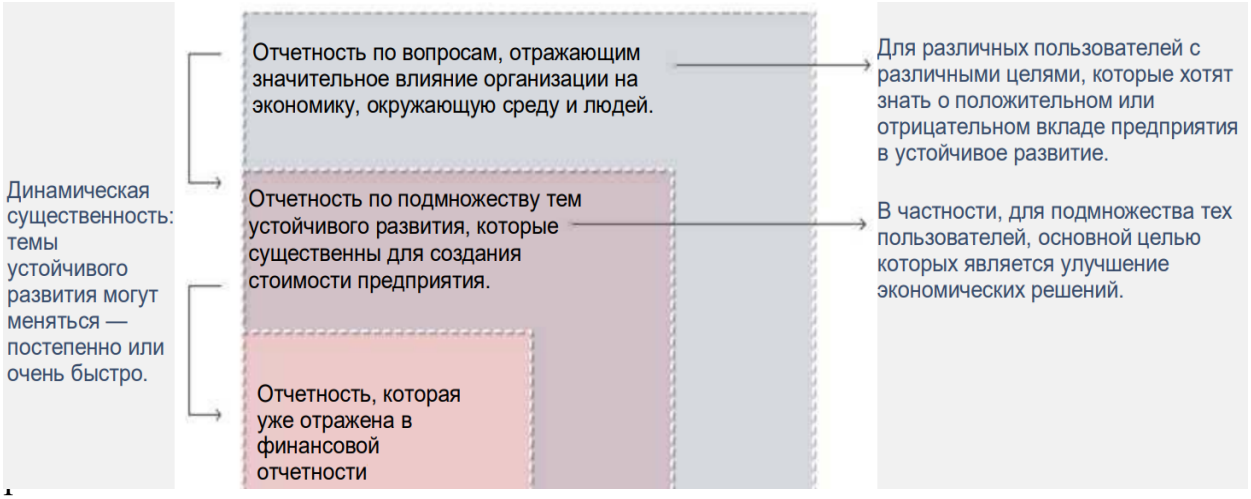


Рисунок 2.2. Концепция динамичной существенности

Источник: [261]

На определенном уровне оба компонента концепции двойной существенности становятся связанными, поскольку существенное воздействие на заинтересованные стороны или окружающую среду может трансформироваться во внутреннее воздействие на показатели операционной деятельности через репутацию, регулирование, лицензию на осуществление

Информация, касающаяся критериев экологической ответственности организации, указанная в Отчете ESG, призвана раскрывать наиболее важные вопросы в сфере ответственного подхода к вопросу воздействия на экологию в течение отчетного периода. В данном разделе Отчета ESG указываются с

л Информация, касающаяся критериев экологической ответственности организации, указанная в Отчете ESG, призвана раскрывать наиболее важные вопросы в сфере ответственного подхода к вопросу воздействия на экологию в течение отчетного периода. В данном разделе Отчета ESG указываются с

л Государственной службой регулирования и надзора за финансовым рынком при Правительстве Кыргызской Республики для соблюдения принципов ESG утвержден ККУ КР - Кодекс корпоративного управления

Энергопотребление и энергосбережение

Описываются все виды источников энергии (включая твердое топливо), потребляемые организацией за отчетный период, включая возможное производство и поставку энергии другим организациям, при этом количество и объем прописываются надлежащим образом. Необходимо указать наличие возможных стратегических проектов по увеличению роли альтернативных источников энергии и переходу к такому развитию данной отрасли, и сокращению использования невозобновляемых источников энергии. Приводятся механизмы и стандарты энергопотребления, принятые организацией. Выбросы парниковых газов

В данном разделе раскрывается объем прямых или косвенных выбросов парниковых газов и озоноразрушающих веществ в атмосферу, с использованием международной системы единиц физических величин для отражения полного результата оценки воздействия деятельности на атмосферу за отчетный период времени. Также указывается наличие мер, предпринимаемых организацией, для сокращения выбросов вредных веществ

в атмосферу, выраженное в виде показателей снижения выбросов парниковых газов и озоноразрушающих веществ на основании методов, применяемых о

р Потребление воды

г Указывается следующая информация: источник, откуда производится а забор воды, площадь источника и к какой группе он относится. Следует н описать годовой объем забираемой воды, выраженный в системе единиц ф изических величин. Защита окружающей среды В данном разделе о описывается влияние организации на биоразнообразие той местности, на т территории которой организация осуществляет деятельность.

ц В частности, стоит включить в Отчет ESG информацию об охраняемых т территориях и биоте местности, испытавших воздействие организации, и, е следовательно, необходимо указать изменения, произошедшие в окружающей й среде. Описать меры, предпринимаемые организацией в плане политики, с создание специального комитета по сохранению биоразнообразия, восстановления биоты и рекультивации территории; помимо финансирования восстановительных проектов необходимо осуществлять мониторинг э

ф *Загрязнение воздуха*

ф Необходимо указать следующее: общее количество загрязняющих в веществ, выброшенных в атмосферу, включая NOx (за исключением N2O), S Ox, летучих органических соединений (ЛОС), твердых частиц (ТЧ). Следует т описать выбросы каждого вида загрязнения в районах с высокой плотностью и населения. Обращение с отходами Следует указать общее количество отходов, о бразовавшихся за отчетный период, с последующим их ранжированием по т типу образования и способу утилизации. Следует подробно описать виды п переработки отходов, либо раскрыть способ ликвидации полученных отходов, а

о Управление опасными материалами Необходимо провести оценку т производства, транспортировки, переработки, хранения и использования ф

и

ж

опасных материалов для деятельности компании, чтобы рассмотреть заменители, которые являются менее опасными, а также избегать производства, торговли и использования химических веществ и опасных материалов, подпадающих под международный запрет, или поэтапно отказаться от них ввиду их высокой токсичности для живых организмов, стойкости к воздействию окружающей среды, способности к биоаккумуляции; и

Изменение климата

В данном разделе рассматривается совместимость бизнес-модели организации с меняющимися правилами, предпочтениями потребителей и ожиданиями рынка, связанными с изменением климата. Целевая группа по вопросам раскрытия финансовой информации, связанной с климатом (TCFD), предлагает раскрывать информацию о рисках и возможностях для бизнеса в связи с переходом к низкоуглеродной экономике, а также о рисках, связанных с

Таблица 4.5. Рекомендации TCFD по финансовым раскрытиям, связанным с изменениями климата

Управление	Стратегия	Управление рисками	Показатели и цели
Раскрыть информацию об управлении организацией в отношении рисков и возможностей, связанных с климатом.	Раскрывать фактическое и потенциальное влияние связанных с климатом рисков и возможностей на бизнес, стратегию и финансовое планирование организации, если такая информация является существенной.	Раскрыть, как организация выявляет, оценивает и управляет рисками, связанными с климатом.	Раскрывать показатели и цели, используемые для оценки и управления соответствующими рисками и возможностями, связанными с климатом, если такая информация является существенной.
Рекомендуемое раскрытие информации			
а) Опишите надзор совета директоров за рисками и возможностями, связанными с климатом.	а) Опишите риски и возможности, связанные с климатом, которые организация определила в краткосрочной,	а) Опишите процессы организации по выявлению и оценке рисков, связанных с климатом.	а) Раскрыть показатели, используемые организацией для оценки рисков и возможностей, связанных с

	среднесрочной и долгосрочной перспективе.		климатом, в соответствии с ее стратегией и процессом управления рисками.
b) Опишите роль руководства в оценке и управлении рисками и возможностями, связанными с климатом.	b) Опишите влияние рисков и возможностей, связанных с климатом, на бизнес, стратегию и финансовое планирование организации.	b) Опишите процессы организации по управлению рисками, связанными с климатом.	b) Раскрыть объем выбросов парниковых газов (ПГ) категории 1, категории 2 и, при необходимости, категории 3, а также связанные с ними риски.
	c) Опишите устойчивость стратегии организации, принимая во внимание различные сценарии, связанные с климатом, включая сценарий 2°C или ниже.	c) Опишите, как процессы выявления, оценки и управления рисками, связанными с климатом, интегрированы в общее управление рисками организации.	c) Опишите цели, используемые организацией для управления рисками и возможностями, связанными с климатом, и результаты работы по достижению целей.

Источник: [268]

Государственной службой регулирования и надзора за финансовым рынком при Правительстве Кыргызской Республики для соблюдения принципов ESG утвержден ККУ КР - Кодекс корпоративного управления Кыргызской Республики, утвержденный (Приказ № 263-П от 30 декабря 2020 года).

Кыргызская фондовая биржа (КФБ) привержена целям устойчивого развития и стремиться создать необходимые условия развития устойчивого финансирования в стране и стимулирование ответственных инвестиций.

Сектор устойчивого развития КФБ создан с целью развития устойчивого финансирования в социально и экологически значимые проекты, стимулируя развитие зеленой экономики.

Основными направлениями КФБ в рамках развития обозначены:

- создание условий и продвижение устойчивых инструментов финансирования, таких как зеленые, социальные облигации и облигации устойчивого развития;

- разработка и применение руководства о раскрытии нефинансовой отчетности листинговыми и публичными компаниями страны о соблюдении ESG-критериев.

- реализация Политики устойчивого развития КФБ.

Для устойчивого развития могут быть выпущены устойчивые финансовые инструменты, в том числе зеленые, социальные облигации, облигации устойчивого развития, выпущенные частными, государственными или международными организациями, которые соответствуют принципам (GBP, SBP, SBG, SLBP) Международной ассоциации рынков капитала (ICMA), стандартам Международной организации Climate Bonds Initiative (CBI), прошедших процедуру верификации, а также процедуру листинга в соответствии установленными Правилами листинга ЗАО «Кыргызская фондовая биржа».

Ценные бумаги Сектора ЗАО Банк Азии и ОАО Дос-Кредо банк соответствуют стандартам Принципы социальных облигаций Международной Ассоциация рынков капитала (ICMA) (таблица 4.6).

Верификатор, проводивший оценку выпуска устойчивых инструментов компании, должен входить в перечень верификаторов, утвержденных КФБ или включенных в список верификаторов Международной ассоциации рынков капитала (ICMA) или Международной организации Climate Bonds Initiative (CBI).

Таблица 4.6 - Перечень ценных бумаг выпушенных коммерческими банками стандартам по принципам социальных облигаций Международной Ассоциация рынков капитала (ICMA)

Наименование эмитента	Описание ценной бумаги	Объем выпуска (шт.)	Номинал	Доходность	Дата начала размещения	Дата погашения	Категория листинга
ЗАО Банк Азии	Социаль-ная облигация	82 000	1 000	12% годов ых	18.11.2022	18.11.2025	B
ОАО Дос-Кредо банк	зеленая облигация	85 000	1 000	16% годов ых	13.06.2023	13.06.2026	B

Источник: [266]

Раскрытие информации о соблюдении компаниями критериев экологичности, социальной ответственности и корпоративного управления (Environmental, social, and governance) (ESG) производиться в соответствии с международными стандартами нефинансовой отчетности и Руководства КФБ по составлению ESG-отчетности.

Раскрытие информации о соблюдении компаниями критериев экологичности, социальной ответственности и корпоративного управления (Environmental, social, and governance) (ESG) производиться в соответствии с международными стандартами нефинансовой отчетности и Руководства КФБ по составлению ESG-отчетности.

Рынок зеленых облигаций представляет собой один из наиболее перспективных инструментов устойчивого финансирования, позволяющий привлекать средства для экологически ориентированных проектов. В условиях стремления Кыргызстана к устойчивому развитию, защите окружающей

среды и минимизации последствий климатических изменений, создание и развитие рынка зелёных облигаций приобретает стратегическое значение.

Что такое зелёные облигации?

Зелёные облигации — это долговые ценные бумаги, средства от которых направляются исключительно на финансирование или рефинансирование проектов, положительно влияющих на окружающую среду. Такие проекты могут включать в себя возобновляемую энергетику, управление отходами, водоочистку, энергоэффективные здания, развитие экологического транспорта и природоохранные инициативы.

Текущая ситуация и перспективы в Кыргызстане

В Кыргызстане рынок зелёных облигаций находится в начальной стадии развития. В стране пока отсутствует необходимая нормативно-правовая база и инфраструктура для полноценного функционирования этого сегмента. Однако ряд инициатив в области устойчивого развития и партнёрские отношения с международными финансовыми организациями создают хорошие условия для формирования зелёного финансового рынка.

Ключевые перспективы развития рынка зелёных облигаций включают:

– Привлечение международных инвестиций. Зелёные облигации имеют высокий спрос среди международных инвесторов, ориентированных на устойчивое развитие. Их выпуск может привлечь капитал для финансирования экологических проектов, что позволит Кыргызстану быстрее перейти на устойчивую модель экономики.

– Экономическое и экологическое развитие. Финансирование экологически чистых проектов с использованием зелёных облигаций может стимулировать экономический рост, создавая рабочие места в новых экологических секторах и содействуя охране природы и улучшению качества жизни населения.

Преимущества зелёных облигаций для Кыргызстана

1. Доступ к международным источникам финансирования. Международные организации и экологически ориентированные фонды

предлагают гранты и инвестиции для проектов с экологическим эффектом, что создаёт уникальную возможность для привлечения средств на льготных условиях.

2. Снижение экологических рисков. Реализация экологических проектов с помощью зелёных облигаций может способствовать уменьшению рисков, связанных с изменением климата, деградацией экосистем и загрязнением окружающей среды, что важно для защиты природных ресурсов Кыргызстана.

3. Повышение репутации на международной арене. Развитие рынка зелёных облигаций продемонстрирует приверженность Кыргызстана принципам устойчивого развития, что положительно скажется на его международном имидже и может усилить сотрудничество с другими странами и организациями.

Препятствия на пути развития рынка зелёных облигаций

- На текущий момент в Кыргызстане отсутствуют регуляции, определяющие выпуск зелёных облигаций, что делает необходимым принятие соответствующих стандартов и правил.

-Низкий уровень осведомленности. На рынке пока недостаточно знаний о зелёных облигациях среди инвесторов, государственных и частных компаний, что может замедлить внедрение этого инструмента. Развитие образовательных и информационных кампаний будет важным шагом в стимулировании интереса к рынку зелёных облигаций.

-Недостаток квалифицированных специалистов. В Кыргызстане пока недостаточно специалистов с опытом в сфере устойчивого финансирования, что создаёт потребность в обучении и подготовке кадров.

Рекомендации для создания рынка зелёных облигаций:

Разработка правовой и нормативной базы. Введение стандартов и регуляций для выпуска зелёных облигаций, а также создание системы сертификации и мониторинга использования средств будут способствовать развитию рынка и привлечению доверия инвесторов.

Государственная поддержка. Программа государственной поддержки в виде налоговых льгот и субсидий для эмитентов зелёных облигаций поможет создать благоприятные условия для их распространения.

Международное сотрудничество. Кыргызстану целесообразно наладить тесные отношения с международными организациями, такими как Всемирный банк, Азиатский банк развития и другие, для получения технической и финансовой помощи. Совместные проекты позволят быстрее внедрить передовые практики и стандарты.

Создание образовательных программ. Подготовка кадров и повышение осведомленности участников рынка о зелёных финансах через тренинги, семинары и информационные кампании будут способствовать формированию профессиональной базы для успешного функционирования этого рынка.

Развитие рынка зелёных облигаций в Кыргызстане открывает значительные возможности для финансирования экологических проектов, необходимых для устойчивого экономического роста и улучшения экологической ситуации в стране. Принятие соответствующих регуляций, поддержка государства и международное сотрудничество создадут необходимые условия для успешного становления этого сегмента финансового рынка. В условиях роста глобального спроса на зелёные финансовые инструменты, рынок зелёных облигаций может стать важным шагом на пути к устойчивому развитию Кыргызстана.

ГЛАВА 5. ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ КЫРГЫЗСКОЙ РЕСПУБЛИКИ В УСЛОВИЯХ ИНТЕГРАЦИИ И ПЕРЕХОДА К ИНКЛЮЗИВНОЙ "ЗЕЛЕНОЙ" ЭКОНОМИКЕ

5.1. Оптимизация управления государственным долгом и рынком государственных ценных бумаг

Управление дефицитом государственного бюджета важно для обеспечения финансовой устойчивости государства и поддержании

экономического развития. Дефицит возникает, когда государственные расходы превышают доходы, что требует дополнительного финансирования через заимствования или другие источники.

Эффективное управление дефицитом способствует стабилизации экономики, предотвращая излишнюю инфляцию или дефляцию, сохраняя финансовую устойчивость и обеспечивая долгосрочную устойчивость. Контролируемый уровень дефицита помогает сохранить доверие инвесторов и кредиторов, что позволяет правительству вести долгосрочную финансовую политику и получать доступ к финансированию по более выгодным условиям.

Управление дефицитом позволяет государству поддерживать важные социальные программы, такие как здравоохранение, образование и социальное обеспечение, несмотря на ограниченные финансовые ресурсы. Умеренный дефицит может стимулировать экономический рост, путем финансирования инфраструктурных проектов, инноваций и развития ключевых отраслей.

Прогнозные значения объемов дефицита государственного бюджета Кыргызской Республики до 2030 года представляют базу для определения стратегий управления им в перспективе и управления государственными ценными бумагами.

Принимая во внимание текущую динамику объема дефицита государственного бюджета, можно предположить, что прогнозируемый объем дефицита государственного бюджета будет сокращаться с 8 730 820,70 тыс. сомов в 2024 году до 6 586 675,90 тыс. сомов в 2030 году [270] (рисунок 5.1), что подтверждается намерением Кабинета Министров КР снижать дефицит бюджета.

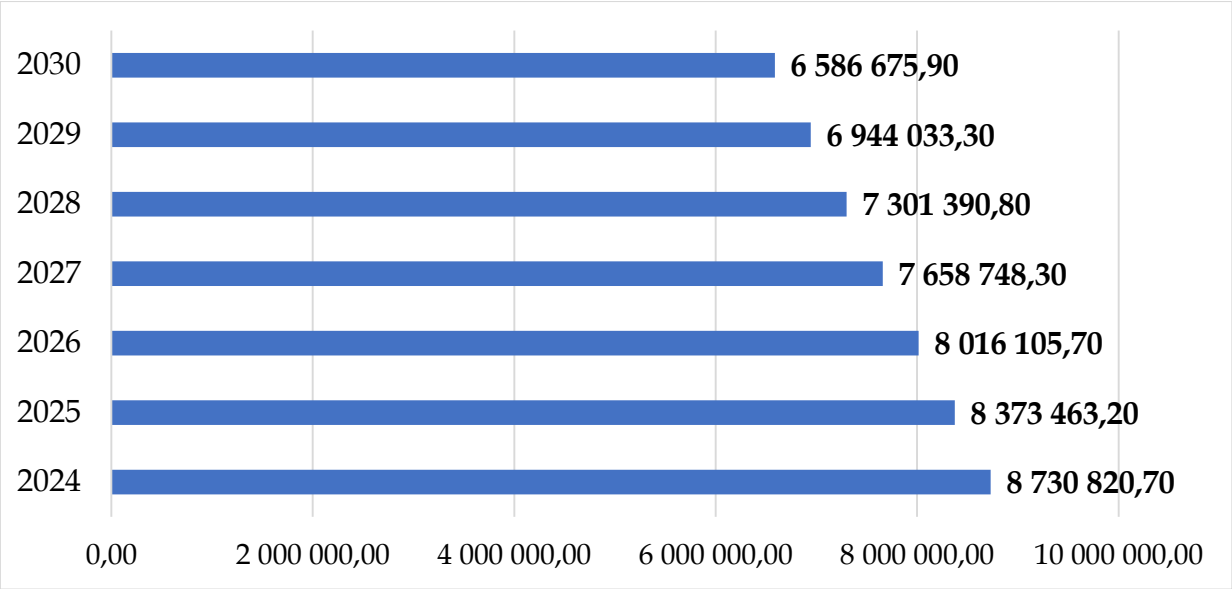


Рисунок 5.1. Прогнозные значения объемов дефицита государственного бюджета Кыргызской Республики до 2030 года, тыс. сомов

Источник рассчитан по данным [270]

Сокращение дефицита бюджета может быть результатом ряда мер, таких как увеличение налоговых поступлений, сокращение расходов или реформы бюджетной политики. Однако, такие изменения должны быть сбалансированными, чтобы избежать негативного воздействия на экономику и социальные программы. Понижение уровня дефицита бюджета в перспективе может также способствовать стабилизации экономической ситуации в стране и улучшению управления государственными финансами.

Однако важно помнить, что снижение дефицита бюджета не всегда означает автоматическое улучшение финансовой ситуации страны. Иногда оно может быть связано с сокращением инвестиций в социальные программы или важные отрасли экономики, что в долгосрочной перспективе может негативно сказаться на развитии страны.

В целом, прогнозные значения дефицита государственного бюджета до 2030 года указывают на необходимость внимательного мониторинга финансовой ситуации страны и принятия уравновешенных мер для обеспечения финансовой устойчивости и устойчивого экономического развития.

Прогноз объемов финансирования дефицита государственного бюджета Кыргызской Республики до 2030 года имеет практическое значение для оценки финансового состояния страны и ее зависимости от внутренних и внешних источников финансирования и определения стратегии управления государственными ценными бумагами и рынком ценных бумаг в целом.

Один из способов управления дефицитом - это снижение расходов, особенно на неэффективные программы или расходы, не связанные с приоритетами государственной политики. Повышение налоговых ставок или расширение базы налогообложения может помочь увеличить доходы государства и сократить дефицит.

Поощрение инвестиций, предпринимательства и создание благоприятной деловой среды также может способствовать увеличению доходов государства и уменьшению дефицита. Оптимизация структуры долга и управление его уровнем помогают минимизировать расходы на обслуживание долга и сокращают финансовые риски.

Важно обеспечить открытость и прозрачность в управлении дефицитом, включая публичное обсуждение бюджетных решений и долгосрочных финансовых стратегий.

Эффективное управление дефицитом требует комплексного подхода, который учитывает как экономические, так и социальные аспекты, а также обеспечивает баланс между потребностью в финансировании и необходимостью сохранения финансовой устойчивости.

Прогнозные значения объемов внутреннего финансирования дефицита государственного бюджета были составлены по сложившемуся тренду его снижения. Экспертными оценками определено, что с 2024 по 2030 год они будут снижаться с 4 980 656,70 тыс. сомов до 3 369 712,20 тыс. сомов [270] (рисунок 5.2). За последние годы внутренние источники финансирования стали менее значимыми или менее доступными.



Рисунок 5.2. Прогнозные значения объемов финансирования дефицита государственного бюджета Кыргызской Республики до 2030 года, тыс. сомов

Источник рассчитан по данным [270]

С другой стороны, объемы внешнего финансирование дефицита государственного бюджета за последние годы имело тренд увлечения, поэтому предположительно будет наблюдаться рост с 16 495 076,10 тыс. сомов в 2024 году до 18 756 630,80 тыс. сомов в 2030 году [270]. Для финансирования дефицита государственного бюджета потребуются внешние источники финансирования для его покрытия как займы от международных финансовых институтов или увеличением объемов иностранных инвестиций. Такая тенденция может иметь как положительные, так и отрицательные последствия. С одной стороны, использование внешних источников финансирования может помочь обеспечить стабильность бюджета и поддержать экономический рост. С другой стороны, высокая зависимость от внешних займов может создать риски для финансовой устойчивости в случае возникновения внешних экономических шоков или изменений в международных финансовых условиях.

В соответствии со Стратегией управления государственным долгом Кыргызской Республики на 2022-2024 годы привлечение государственных внутренних заимствований будет производиться только посредством выпуска и размещения государственных ценных бумаг (государственные казначейские облигации и государственные казначейские векселя) через рыночные механизмы ценообразования, в частности, через аукционы [11].

В 2021 году снижение долга Сектора государственного управления (СГУ) относительно ВВП произошло под воздействием нескольких факторов. Негативно на него повлияла отрицательная реальная процентная ставка, частично обусловленная ростом инфляции в этот период. Однако увеличение реального ВВП и сокращение первичного баланса бюджета сыграли свою роль, суммарно способствуя снижению долга СГУ на 11,5 процентных пунктов. Тем не менее, рост объема операций по статье "чистое приобретение финансовых активов", изменения в реальном валютном курсе национальной валюты по отношению к доллару США и другие факторы оказали сдерживающее воздействие на динамику сокращения долга СГУ в целом, внося совокупный отрицательный вклад в размере 7,6 %.

Риски ухудшения долговой устойчивости остаются на высоком уровне. Основные долговые риски связаны с высоким уровнем задолженности в иностранной валюте, обусловленным привлечением кредитов от международных финансовых институтов. Также важным фактором является рост объема платежей по обслуживанию и погашению долга, вызванный приближением пика выплат по государственному внешнему долгу, который ожидается в период с 2024 по 2029 годы.

Таким образом, важно для Кыргызской Республики в дальнейшем обеспечить баланс между внутренними и внешними источниками финансирования, чтобы минимизировать риски и обеспечить устойчивое развитие экономики в долгосрочной перспективе.

Гарантирование финансовой устойчивости и сокращение долговой нагрузки на бюджетную систему и экономику в целом – это многофакторный

процесс, требующий комплексного подхода. Один из ключевых моментов состоит в снижении общего объема долга и долговой нагрузки. Это может быть достигнуто за счет различных мероприятий, таких как сокращение валютного риска и уменьшение затрат на обслуживание долга. Кроме того, важно расширять финансирование программ развития с использованием недолговых инструментов, что позволит диверсифицировать источники финансирования и снизить зависимость от долгового финансирования.

Важно также придавать приоритетное значение программам и проектам развития с высоким потенциалом для стимулирования экономического роста. Это позволит максимально эффективно использовать выделенные ресурсы и достичь более значимых результатов в развитии экономики.

Таким образом, обеспечение долговой устойчивости и снижение долговой нагрузки требует комплексного подхода, включающего в себя разнообразные стратегии и меры, направленные на сокращение долга, увеличение эффективности финансовых операций и поддержку программ развития с высоким потенциалом для стимулирования экономического роста.

Обеспечение устойчивого роста валового внутреннего продукта (ВВП) и развития экономики требует принятия ряда мер, направленных на развитие реального сектора экономики и стимулирование организации совместных производств на территории республики. Эти меры способствуют устойчивому росту экономики и созданию благоприятной среды для предпринимательской деятельности.

Одним из ключевых направлений развития является поддержка совместных производств на территории республики. Для этого важно внедрить механизм финансирования таких проектов в рамках Союза. Это позволит привлечь дополнительные инвестиции и технологии, способствуя развитию производственного сектора и увеличению конкурентоспособности страны.

Такие шаги не только способствуют росту ВВП, но и создают новые рабочие места, повышают уровень инвестиций и содействуют развитию

экспортно-ориентированных отраслей. В конечном итоге это способствует устойчивому и устойчивому развитию экономики в целом.

Для стимулирования внешнеэкономической деятельности и поддержки платежного баланса Кыргызской Республики необходим комплексный подход, включающий ряд мероприятий. Эти меры направлены на увеличение экспорта продукции страны и развитие экспортоориентированных производств на ее территории с целью улучшения торгового баланса и снижения отрицательного сальдо.

В первую очередь, важно сосредоточиться на развитии производственного сектора, способного конкурировать на мировых рынках. Это включает в себя создание благоприятной инвестиционной среды, обеспечение доступа к финансированию для экспортноориентированных предприятий и содействие внедрению новых технологий.

Далее следует активно поддерживать экспортные инициативы, оказывая содействие компаниям в продвижении своей продукции на международных рынках. Это может включать в себя организацию выставок, ярмарок, деловых миссий и других мероприятий, направленных на продвижение экспортных товаров.

Также важно развивать торговую инфраструктуру и улучшать логистические возможности для улучшения конкурентоспособности кыргызских товаров на мировых рынках. Это поможет снизить издержки на экспорт и увеличить его эффективность.

Параллельно с этим необходимо продолжать работу по диверсификации экспортного портфеля, развивая новые рынки и продукты, а также укрепляя партнерские отношения с ключевыми торговыми партнерами.

В конечном итоге, реализация данных мероприятий способствует увеличению поступлений экспортной выручки и сокращению отрицательного сальдо торгового баланса, способствуя стабильности и развитию экономики Кыргызстана.

Рынок ценных бумаг в Кыргызской Республике, как часть мирового фондового рынка еще находится в стадии становления. Фондовый рынок как сегмент финансового рынка в своем формировании и развитии обычно проходит несколько стадий, на которые уходит несколько десятилетий:

Стадию оживления, когда в обороте фондового рынка участвует небольшое количество ценных бумаг, а сделки заключаются ограниченным числом субъектов.

Стадию манипуляций - сделки носят случайный, а не массовый и постоянный характер, а также они часто противоречат тенденциям, доминирующим на других рынках.

Стадию спекулятивной игры, характеризующуюся постоянным недостатком доступной информации, а также отсутствием добросовестности и платежеспособности контрагентов.

Стадию зрелости, когда рынок ценных бумаг является спектром состояния всей экономики и полностью реализует свои функции.

Все рынки ценных бумаг, существующие в странах с развитой рыночной экономикой, прошли через упомянутые стадии своего развития. По этому пути проходят и все формирующиеся рынки ценных бумаг.

До настоящего времени проблемой национального фондового рынка является нехватка надежных финансовых инструментов. Поэтому сейчас как никогда актуально использование долговых финансовых инструментов как облигаций.[1]

Повышение надежности профессиональных участников рынка, в том числе эмитентов долговых ценных бумаг ценных бумаг способно оказать помощь реальному сектору экономики.

Текущее состояние национального рынка ценных бумаг требует создания условий для появления квалифицированных инвесторов и

[1] Оценка интеграционных

регулирования деятельности посредством разработки проекта нормативного правового акта.

Проблемы регулирование квалифицированных инвесторов и установление требований к ним являются одним из основных факторов, сдерживающих их развитие.

Опыт развитых стран свидетельствует, что законодательная база, регулирующая выпуск, размещение и погашение долговых эмиссионных ценных бумаг, должна соответствовать следующим требованиям:

- выпуск долговых эмиссионных ценных бумаг, следует осуществлять в целостном правовом поле, в котором эффективное исполнение законов обеспечивается исполнительным органом власти, регулирующим рынок ценных бумаг;

- при выпуске долговых эмиссионных ценных бумаг, необходимо, публично контролировать экономическую деятельность эмитента. Это может выражаться в привлечении к разработке основных параметров займа андеррайтеров, финансовых консультантов и аудиторов, оценщиков, которые должны нести ответственность за обоснованность расчетов, основных параметров выпуска долговых эмиссионных ценных бумаг достоверность и полноту раскрытия информации;

- условия работы долговых эмиссионных ценных бумаг, должны быть едиными для всех типов эмитентов и инвесторов.

В последние годы рынок долговых ценных бумаг стремительно развивался. При этом по мере увеличения количества эмитентов и выхода на рынок все новых заемщиков возможно снижение кредитного качества обращающихся на нем долговых ценных бумаг, что существенно увеличивает риски потенциальных дефолтов и неисполнения эмитентами обязательств.

Международный опыт показывает, что практически во всех развитых странах мира при выпуске облигаций используется система рейтингования, которая позволяет инвесторам самим решать о целесообразности приобретения тех или иных ценных бумаг.

Так, например, в США произошла сегментация рынка корпоративных облигаций на «инвестиционные» и «неинвестиционные» сегменты. Главная причина, по которой на развитых рынках имеет смысл проводить строгое различие между этими сегментами, заключается в том, что многие фонды имеют четко сформулированный запрет на инвестирование в облигации «мусорного» качества, в бросовые облигации (junk или high yield bonds), которые определяются как имеющие кредитный рейтинг ниже Baa3 (по версии Moody's) или BBB- (по классификации других крупнейших агентств, в т.ч. Standard&Poor's).

Однако учитывая малые объемы выпусков облигаций в Кыргызской Республики и реалии экономики Кыргызской Республики, а также отсутствие в Кыргызской Республики рейтинговых агентств, единственным выходом в сложившейся ситуации является усиление законодательных требований к эмитентам облигаций.

На международном финансовом рынке распространена практика, когда инвесторы, предоставляющие обеспечение финансирующим их лицам, обременяют залогом диверсифицированный портфель ценных бумаг, выпущенных компаниями, образованными в соответствии с законами различных государств и (или) ведущими реестры в различных юрисдикциях. Правила, основанные на принципе «просмотра», вынуждали ли бы получателя обеспечения выяснять содержание и выполнять требования, предусмотренные законодательством каждого из государств. Кроме того, в отношении большинства государств не всегда возможно с определенностью знать, какой из принципов определения применимого права будет использован: будет ли это закон местонахождения эмитента, место ведения реестра или местонахождение сертификатов ценных бумаг. Адаптированной версией коллизионной привязки lex rei sitae, «перелицованной» на современный лад ввиду того, что ценные бумаги одного эмитента могут учитываться в депозитариях различного уровня (расположенных в государствах, отличных от места инкорпорации не только эмитента, но и собственников ценных бумаг,

их покупателей, залогодержателей и кредиторов), стало правило определения применимого права по местонахождению прямого (непосредственного) посредника — «Place of Relative Intermediary Approach» (PRIMA). Впервые на региональном уровне принцип ПРИМА получил свое закрепление десять лет назад в акте ЕС — Директиве 98/26/ЕС Парламента и Совета от 19 мая 1998 г., посвященной принципу «финальности» (finalty) расчетов по операциям с ценными бумагами в системах расчетов по ценным бумагам Европейского союза (ст. 9 пар. 2)21. Затем принцип ПРИМА был воспроизведен в Директиве 2001/24/ЕС Парламента и Совета от 4 апреля 2001 г., регулирующей процессы оздоровления и ликвидации кредитных учреждений (ст. 24)22 и в Директиве 2002/47/ЕС Парламента и Совета от 6 июня 2002 г., посвященной гарантийным финансовым контрактам (ст. 9).

В соответствии со сложившейся мировой практикой рынок ценных бумаг регулируется государством. Законность осуществления эмиссионного процесса служит основой для совершения дальнейших сделок по их обращению и правовой гарантией реализации и защиты прав, удостоверенных эмиссионной ценной бумагой. Именно на этом этапе закладываются основы будущих правоотношений, связанных с размещением и обращением ценных бумаг, затрагивающие интересы широкого круга граждан и юридических лиц.

Кыргызская Республика с 4 ноября 1997 года является членом Международной организации комиссий по ценным бумагам (International Organization of Securities Commissions (IOSCO), объединяющей регуляторов фондового рынка более чем 100 стран мира для сотрудничества, объединения усилий по созданию эффективных и «прозрачных» рынков, обмена информацией и опытом.

Одним из основных документов этой организации являются рекомендации «Цели и принципы регулирования рынка ценных бумаг» (сентябрь 1998 года).

Данный документ содержит 30 принципов регулирования рынков ценных бумаг IOSCO, которые должны быть практически внедрены в

соответствующую законодательную базу для защиты инвесторов, обеспечения функционирования справедливого, эффективного и «прозрачного» рынка, снижения риска.

Главными задачами IOSCO являются координация сотрудничества между комиссиями по ценным бумагам разных стран с целью обеспечения более эффективного государственного регулирования национальных рынков ценных бумаг, обмен опытом государственно-правового регулирования рынка ценных бумаг и внедрение более совершенных методов регулирования рынка ценных бумаг, выработка единых стандартов поведения на рынках ценных бумаг и осуществление государственного надзора за международными соглашениями в области обращения ценных бумаг, взаимная помощь с целью обеспечения единства и неделимости рынков ценных бумаг и борьбы с правонарушениями.

В рамках Международной организации комиссий по ценным бумагам (IOSCO) Кыргызстан отнесен в одну группу с такими странами, как: Южная Корея, Таиланд, Малайзия, Индонезия, Индия, Сингапур, Китай, Польша и другие.

Финнадзор предпринимает меры по усилению потенциала по регулированию и усилению надзора на рынке ценных бумаг, учитывая принципы лучшей передовой практики IOSCO.

Кыргызстан, как и другими формирующимися рынками ценных бумаг стран, часть из этих стадий уже пройдена, но ни один из этих рынков еще не достиг наивысшей стадии, и главной перспективной целью в области дальнейшего развития рынка ценных бумаг для этих стран должно стать достижение стадии зрелости фондового рынка, вместе с тем, очевидно, что до достижения ими этой стадии пройдет еще немалый период времени.

Большой пробел в составе участников фондового рынка - явная малочисленность инвестиционных банков. В наиболее развитых фондовых системах именно инвестиционные банки играют доминирующую роль на рынке. Так основой американского рынка ценных бумаг являются не

брокерские фирмы, а крупные инвестиционные банки. Специфические функции инвестиционных банков - ориентация на долгосрочные кредиты и вложения в акции и облигации предприятий небанковского сектора, содействие реструктуризации предприятий - зафиксировалась за крупными универсальными банками в ущерб другой основной их функции расчетно-ссудной.

В настоящее время имеет место процессы взаимодействия, сближения и взаимопроникновения рынков ценных бумаг стран ЕАЭС. Они происходят в части регулятивной, посреднической и сервисной инфраструктуры. На уровне наднациональных организаций - ассоциаций профессиональных участников МАБ ЕАЭС и АЦДЕ, а также в рамках международных объединений регулятивных органов, созданных на базе ЕАЭС и ЕврАзЭС, осуществляется многостороннее сотрудничество, направленное на гармонизацию и унификацию законодательства, а также координацию действий. Двустороннее взаимодействие реализуется на уровне инфраструктуры путем подписания меморандумов о взаимопонимании и сотрудничестве, установления корреспондентских отношений. В последнее время все более активным становится участие в капитале национальных инфраструктурных организаций (финансовых посредников и бирж) игроков из соседних стран ЕАЭС, имеются случаи выхода на соседние рынки эмитентов и инвесторов из стран постсоветского пространства. К настоящему времени указанные процессы не привели к созданию в ЕАЭС единого пространства, или как минимум общей инфраструктуры и правового поля. Их текущий уровень свидетельствует только о начале более масштабного процесса интеграции.

В соответствии с опытом ЕС для развития интеграционных процессов на фондовых рынках ЕАЭС необходимо реформирование системы их регулирования, а также создание на законодательном уровне правовых условий для интеграции.

Требуется установление более эффективного взаимодействия между регуляторами, подключение к их работе ресурсов наднациональных

ассоциаций профессиональных участников и национальных СРО, изменение механизма гармонизации законодательства в области рынков ценных бумаг стран ЕАЭС. В то же время необходимо усовершенствовать инструменты унификации законодательства, пойти по опыту ЕС и перейти от модельных законов к директивам. Кроме того, необходимо повышение согласованности в законодательной деятельности парламентариев стран с целью поддержания того уровня интеграции, который будет достигнут.

Требуется принятие на уровне каждый страны целого комплекса мер для повышения качества функционирования и гармонизации практики работы каждого элемента инфраструктуры, унификации требований к основным участникам фондовых рынков. Так, среди основных на уровне инфраструктуры необходимо решение общих проблем развития отдельных ее элементов, создание необходимых условий как технических, так и законодательных для установления взаимодействия, а также гармонизация требований к профессиональным участником с целью повышения прозрачности деятельности и снижения рисков для иностранных участников, на более позднем этапе перейти к взаимному признанию лицензий. На уровне основных участников необходимо осуществление мер, направленных на привлечение новых эмитентов и инвесторов на фондовые рынки, унификация порядка государственной регистрации выпусков ценных бумаг и взаимное признание такой регистрации на всем постсоветском пространстве, создание общей системы защиты прав и интересов инвесторов и др.

Результатом осуществления мер по гармонизации инфраструктуры рынков и законодательства их регулирующего, решения совместными усилиями существующих проблем станет развитие интеграции фондовых рынков сначала за счет формирования интеграционного ядра рынками России и Казахстана, а затем за счет подтягивания по мере готовности рынков остальных стран ЕАЭС.

В соответствии с указанными элементами конкурентоспособности финансового рынка предлагается решить приоритетные задачи, решение

которых нацелено на долгосрочное развитие ценных бумаг и формирование одного из мировых финансовых центров:

- консолидация и повышение капитализации финансовой инфраструктуры;

- формирование благоприятного налогового климата для участников рынка ценных бумаг;

- снижение административных барьеров и упрощение процедур государственной регистрации выпусков ценных бумаг;

- создание широких возможностей для секьюритизации активов и эмиссии новых финансовых инструментов;

- расширение спектра производных финансовых инструментов и развитие срочного рынка;

- внедрение механизмов, обеспечивающих широкое участие розничных инвесторов на финансовом рынке и защиту их инвестиций;

- развитие коллективных инвестиций;

- обеспечение эффективной системы раскрытия информации на рынке ценных бумаг; развитие и совершенствование корпоративного управления;

- предупреждение и пресечение недобросовестной деятельности на финансовом рынке;

- совершенствование регулирования на финансовом рынке;

- формирование и продвижение положительного имиджа финансового рынка.

Рынок ценных бумаг является важным инструментом государственной финансовой политики; основным рычагом, через который реализуется данная функция, является рынок государственных ценных бумаг, посредством которого государство воздействует на денежную массу и, следовательно, на расширение или сокращение уровня ВВП. Таким образом, рынок ценных бумаг необходим для развития.

Индикаторами, достижения целей государственного регулирования выпуска облигаций будет являться:

- выполнение со стороны эмитентов ценных бумаг требований определенных нормативными правовыми актами;

- соответствующий контроль со стороны государства в исполнении этих требований;

- возможность компаниям Кыргызской Республики расширить возможности по привлечению денежных средств на фондовом рынке;

- инвесторам - диверсифицировать свои портфели с помощью новых ценных бумаг, расширяя возможности для привлечения и инвестирования средств, максимально приближает ее к международным стандартам;

- повышение интереса к национальному рынку и со стороны иностранных участников;

- снижение процентных ставок по банковским кредитам.

Кроме этого, индикаторами достижения целей государственного регулирования будет являться выполнение обязательств всеми сторонами требований определенных законодательством и соответствующий контроль со стороны государства за исполнением этих требований.

Дальнейшим развитием рынка ценных бумаг является регулирование вопросов выпуска, размещения и погашения облигаций, и способствующих обеспечению защиты физических и юридических лиц, а также граждан, что предполагает:

- повышение инвестиционного климата путем создания законодательной базы для повышения требований к эмитентам облигаций;

- повышение возможности по привлечению дополнительных инвестиций в страну;

- расширение возможности для привлечения и инвестирования средств, максимальное приближение ее к международным стандартам,

- создание условий для развития экономики и стабильности страны;

- компаниям и банкам инвестировать свободные денежные средства в облигации, в связи с их высокой доходностью;

- отечественным организациям, осуществляющие свою деятельность на финансовом рынке (инвестиционные компании, страховые компании, пенсионные фонды и другие организации) приобрести облигации;

- физическим лицам, гражданам Кыргызской Республики возможность вкладывать свои сбережения в облигации, которые привлекают своей ликвидностью и надежностью, лучше, чем банковские депозиты и прочие инвестиционные активы;

- совершенствование нормативных правовых актов Кыргызской Республики в сфере рынка ценных бумаг.

Количественными индикаторами будут являться следующее:

- увеличение выпуска ценных бумаг в стране;

- увеличение денежных поступлений в виде налогов и иных платежей в бюджет страны;

- увеличение совершения сделок на фондовом рынке ценных бумаг;

- снижение долговой нагрузки на государственный бюджет;

- расширение круга инвесторов как иностранных, так и внутренних;

- возможность увеличение количества новых долгосрочных финансовых инструментов на территории страны.

5.2. Прогнозные оценки инвестиционного климата в Кыргызской Республике с учетом многофакторного корреляционно-регрессионного анализа

Рынок ценных бумаг чувствителен к макроэкономической среде, которая включает в себя ряд факторов, влияющих на решение инвесторов вложить свои средства в ценные бумаги определенной страны или компании. Вот какие аспекты инвестиционного климата могут оказывать влияние на рынок ценных бумаг.

Нестабильная политическая ситуация может вызвать неуверенность у инвесторов и снижение спроса на ценные бумаги, что может привести к

снижению цен на рынке. Напротив, высокий уровень экономического развития и прогнозируемый рост могут привлечь инвесторов, поскольку это создает благоприятные условия для прибыльных инвестиций (рисунок 5.3).

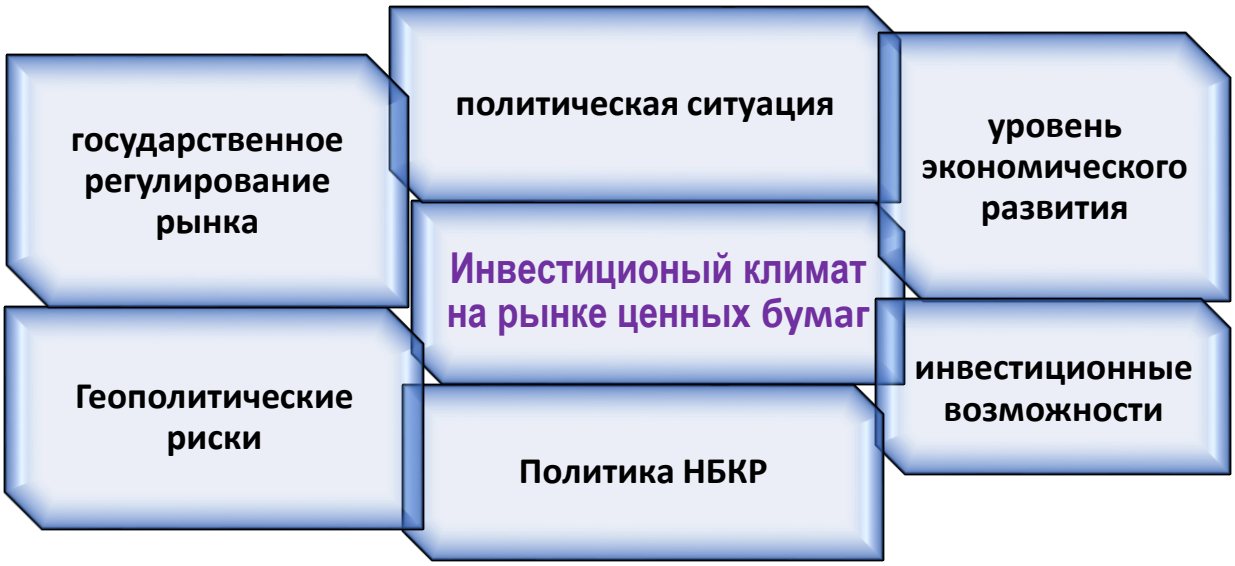


Рисунок 5.3. Макроэкономические факторы, определяющие развитие рынка ценных бумаг в Кыргызской Республике

Источник: составлен автором

Политика НБКР по управлению процентными ставками и денежной политикой могут оказать влияние на доходность инвестиций в ценные бумаги.

Эффективное и прозрачное государственное регулирование рынка ценных бумаг важно для обеспечения доверия инвесторов и предотвращения манипуляций на рынке. Такие показатели, как инфляция, безработица, торговый баланс и т.д., могут влиять на решение инвесторов о вложении средств в ценные бумаги.

Геополитические риски, такие как нестабильная политическая ситуация, террористические акты или санкции могут создать нестабильность и оттолкнуть инвесторов от рынка ценных бумаг. Привлекательность инвестиционных возможностей, определяемая наличием перспективных проектов, инновационных компаний или рыночных сегментов также может стимулировать спрос на ценные бумаги. Таким образом, хороший инвестиционный климат способствует росту рынка ценных бумаг, привлекает новых инвесторов и способствует увеличению капитализации компаний и

росту национальной экономики.

Анализируя объемы поступлений иностранных инвестиций в Кыргызскую Республику с 2015 по 2023 год, можно отметить, что в целом они демонстрируют устойчивый рост с 2015 по 2019 год, после чего происходит небольшое снижение в 2020 и 2023 годах. Максимальный объем инвестиций был достигнут в 2018 году, составив 6 939 125,6 тыс. долларов США, а также в 2022 году, когда объем достиг 9 025 556,8 тыс. долларов США. Наименьший объем инвестиций был зафиксирован в 2017 году, составив 5 219 899,8 тыс. долларов США. Важным показателем является темп роста, который позволяет оценить динамику изменений. В период с 2015 по 2023 год темп роста изменяется от 66,5% до 142,6% [275] (рисунок 5.4).

Особенно высокий темп роста был зафиксирован в 2022 году, что указывает на значительное увеличение притока иностранных инвестиций в этот период. Рост объемов инвестиций может быть обусловлен различными факторами, включая экономическую стабильность страны, привлекательность инвестиционного климата, реализацию конкретных проектов, политическую ситуацию и т.д.

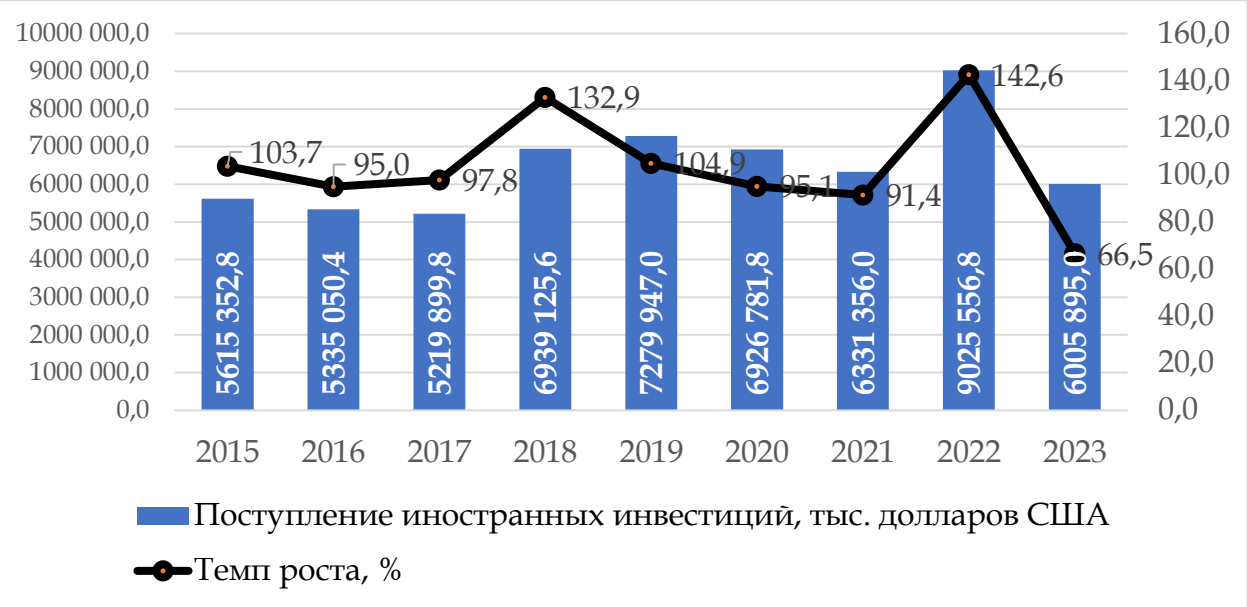


Рисунок 5.4. Объемы поступлений иностранных инвестиций в Кыргызскую Республику, тыс. долларов США

Источник: составлен по данным [275]

Несмотря на некоторые колебания, общий тренд поступления иностранных инвестиций в Кыргызскую Республику сохраняет положительную динамику, что может свидетельствовать о привлекательности страны для иностранных инвесторов.

Анализируя объемы поступлений иностранных инвестиций в Кыргызскую Республику по видам экономической деятельности за 2023 год, можно выделить следующие ключевые моменты.

Добыча полезных ископаемых, являющаяся доминирующей отраслью среди всех видов экономической деятельности по объемам инвестиций примерно 396 857,6 тыс. долларов США, что показывает важность сырьевой базы страны и интерес иностранных инвесторов к разработке ее природных ресурсов.

Финансовое посредничество и страхование, также значительная сфера, привлекающая значительные инвестиции, составляет примерно 2 197 541,4 тыс. долларов США, что свидетельствует о доверии к финансовому сектору и заинтересованности в развитии финансовых услуг.

Обрабатывающие производства с инвестициями в размере примерно 1 622 186,0 тыс. долларов США говорит о стремлении к развитию промышленного сектора и производства. Оптовая и розничная торговля; ремонт автомобилей и мотоциклов привлекает значительные инвестиции, составив примерно 1 009 837,5 тыс. долларов США, что указывает на развитие торговли и розничной сети в стране. Информация и связь с инвестициями примерно в 140 081,9 тыс. долларов США отражает стремление к развитию информационных технологий и коммуникаций [275] (рисунок 5.5).



Рисунок 5.5. Объемы поступлений иностранных инвестиций в Кыргызскую Республику по видам экономической деятельности в 2023 году, тыс. долларов США

Источник: составлен по данным [275]

Некоторые сектора, такие как здравоохранение, образование, искусство и развлечения, получают меньше инвестиций по сравнению с вышеупомянутыми сферами, что может потребовать дополнительного внимания и стимулирования со стороны государства.

Таким образом, анализ указывает на разнообразие отраслей, в которые притекают иностранные инвестиции, а также на важность секторов, таких как добыча полезных ископаемых, финансовое посредничество и обрабатывающие производства, для экономики Кыргызстана.

Прогноз поступления иностранных инвестиций до 2030 года представляет собой оценку ожидаемого объема инвестиций в следующие годы. Рассмотрим этот прогноз с точки зрения возможных факторов, которые

могут повлиять на его осуществление. Если экономическая ситуация в Кыргызстане останется стабильной или будет улучшаться, это может способствовать притоку большего количества инвестиций. Однако любые экономические кризисы или нестабильность могут вызвать снижение доверия инвесторов и, как следствие, уменьшение объемов инвестиций.

Прогноз предполагает устойчивый рост объемов иностранных инвестиций в течение периода с 2024 по 2030 год до 9171305,8 тыс. долларов США (рисунок потенциалу для привлечения капитала.

Предполагаемый темп роста инвестиций от года к году является умеренным, что может быть обусловлено как внутренними факторами, так и мировыми тенденциями. Предполагаемый умеренный, но стабильный рост позволяет определить ожидания и планировать экономическую политику.

Предполагаемый рост может быть обусловлен рядом факторов, таких как улучшение инвестиционного климата, реализация ключевых инфраструктурных проектов, развитие промышленности и сектора услуг, а также диверсификация экономики. Для успешной реализации прогноза необходимо продолжение реформ, направленных на улучшение инвестиционного климата, а также создание условий для привлечения инвесторов и стимулирования экономического роста.

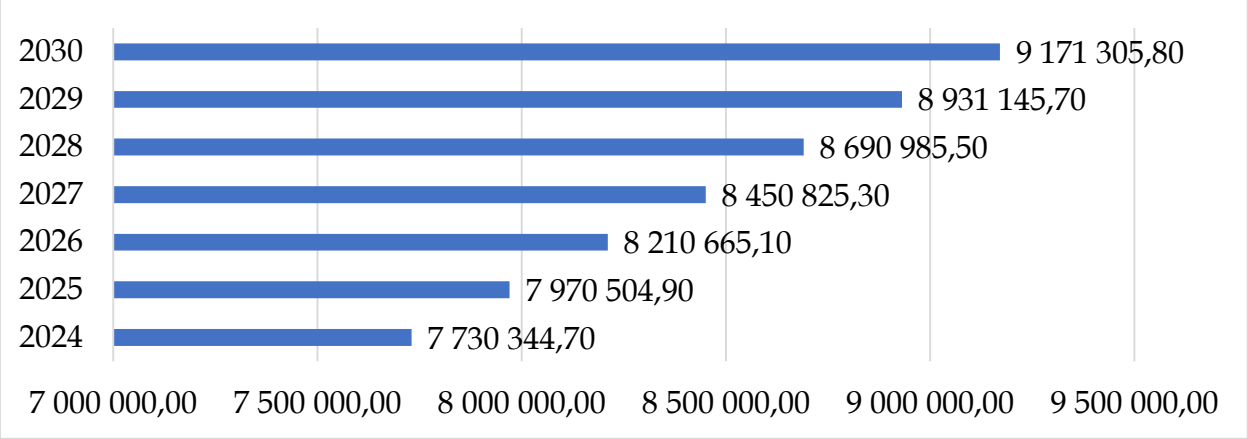


Рисунок 5.6. Прогнозные значения объемов поступления иностранных инвестиций в Кыргызскую Республику до 2030 года, тыс. долларов США

Источник рассчитан по данным [270]

Несмотря на оптимистичный прогноз, следует учитывать возможные риски и вызовы, такие как изменения в мировой экономике, политическая нестабильность, региональные конфликты и т.д., которые могут повлиять на приток иностранных инвестиций.

Меры, предпринятые правительством для привлечения иностранных инвестиций, такие как снижение налогов, упрощение процедур регистрации бизнеса и защита прав инвесторов, могут оказать положительное воздействие на объемы инвестиций.

Исходя из этих факторов, прогноз поступления иностранных инвестиций до 2030 года выглядит оптимистично и предполагает устойчивый рост притока капитала в страну. Однако для успешной реализации прогноза необходимо обеспечить стабильность экономического и политического климата, а также провести меры по стимулированию инвестиций и развитию инфраструктуры.

За 2015–2022 гг. общий объем накопленных взаимных инвестиций стран — членов ЕАЭС увеличился на 5,8% — с 17 048 млн до 18 044 млн долл. США, и это без учета данных о накопленных взаимных инвестициях в Кыргызстане. К сожалению, по Кыргызской Республике *нет информации по накопленным взаимным инвестициям на начало 2022 года* (рисунок 5.7). Информация по накопленным взаимным инвестициям по Кыргызстану отсутствует, что делает обзор по взаимному инвестированию стран — членов ЕАЭС неполным. Во всех странах-членах ЕАЭС наблюдался рост общего объема накопленных взаимных инвестиций по сравнению с аналогичным периодом 2021 года, за исключением Кыргызстана.

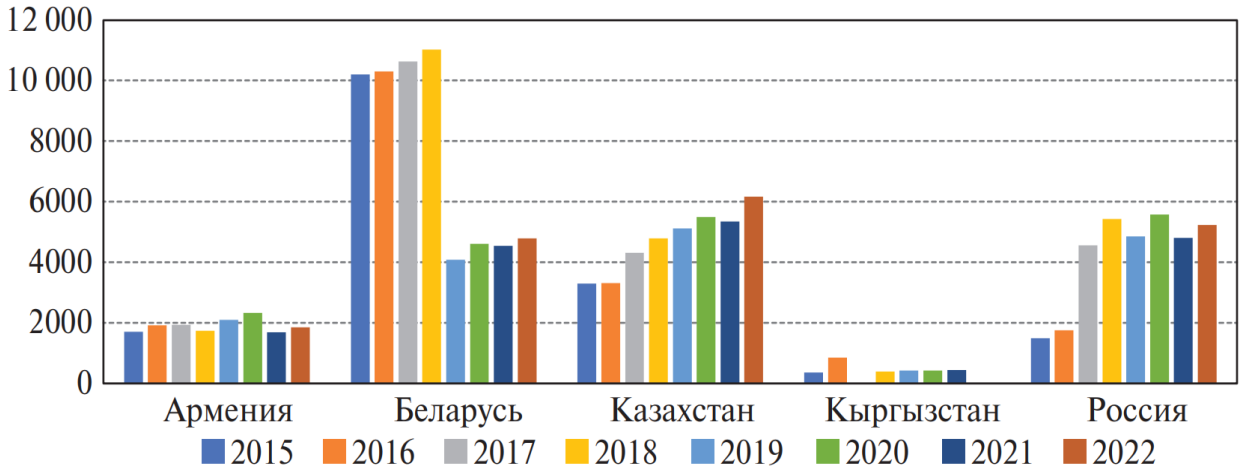


Рисунок 5.7. Накопленные взаимные инвестиции в странах ЕАЭС на начало года, 2015–2022 гг., млн долларов США

Источник: [264]

Самый значительный рост отмечен в Казахстане, где накопленные взаимные инвестиции выросли на 15,4%. В то же время в Армении и России этот рост был более умеренным, составив 9,8% и 9,1% соответственно, а в Беларуси он равнялся 5,5%. Если рассматривать структуру взаимных инвестиций в 2021 году, то можно отметить, что основным инвестором выступала Россия, чей объем инвестиций составил 447,4 миллиона долларов США, согласно данным таблицы 1.5. На втором месте по объему инвестиций оказался Казахстан с суммой в 253,6 миллиона долларов США. Что касается стран-получателей инвестиций, то здесь также лидерами были Россия и Казахстан, с объемами инвестиций в 276,2 миллиона долларов США и 253,6 миллиона долларов США соответственно. Важно отметить, что эти суммы являются результатом взаимных инвестиций между Россией и Казахстаном.

Для определения макроэкономических факторов, определяющих инвестиционный климат в республике и влияющих на деятельность предприятий был проведен многофакторный корреляционно-регрессионный анализ. Показателем, характеризующим развитие предприятий в КР выступил сальдированный финансовый результат (прибыль минус убыток) предприятий нефинансового сектора, который и был принят в качестве результативного. Факторными признаками были выбраны следующие показатели:

X1 - Поступление иностранных инвестиций, тыс. долларов США

X2 Средневзвешенные процентные ставки по выданным коммерческими банками кредитам в национальной валюте, %

X3 Средневзвешенные процентные ставки по выданным коммерческими банками кредитам в иностранной валюте, %

X4 - Численность занятого населения, тыс.человек

X5 - Уровень безработицы, %

X6 - Экспорт основных видов товаров, тыс.долларов США

X7 - Импорт товаров, тыс. долларов США

X8 - Номинальный курс доллара США к сому

X9 - Внешнеторговый оборот, млн. долларов США

X10 - Индекс потребительских цен, в процентах к предыдущему году

Корреляционный анализ за 2010–2022 годы представлен в виде матрице корреляционных факторов, влияющих на сальдированный финансовый результат предприятий. Расчёты были произведены при помощи программы Microsoft Excel и сведены в таблицу 5.1.

В ходе анализа была выявлена степень корреляционной зависимости принятых факторов. Так наибольшее влияние на сальдированный финансовый результат предприятий оказывает X9 — внешнеторговый оборот.

Таблица 5.1. - Матрица корреляционных факторов, влияющих сальдированный финансовый результат предприятий за 2010–2022 годы

	У	X1	X2	X3	X4	X5	X6	X7	X8	X9	X10
У	1										
X1	0,62	1,00									
X2	-0,41	-0,69	1,00								
X3	-0,46	-0,81	0,79	1,00							
X4	0,72	0,86	-0,73	-0,88	1,00						
X5	-0,62	-0,88	0,80	0,95	-0,96	1,00					
X6	0,66	0,35	-0,59	-0,27	0,52	-0,42	1,00				

X7	0,74	0,67	-0,38	-0,32	0,55	-0,44	0,44	1,00			
X8	0,55	0,78	-0,70	-0,96	0,94	-0,95	0,32	0,35	1,00		
X9	0,79	0,67	-0,45	-0,34	0,59	-0,48	0,58	0,99	0,37	1,00	
X10	0,45	0,12	-0,09	0,14	0,19	0,01	0,64	0,34	-0,01	0,42	1

Источник: рассчитана по данным **[275]**

Результаты регрессионного анализа представлены в таблице 5.2.

Таблица 5.2.– Результаты регрессионного анализа зависимости сальдированного финансового результата предприятий от внешнеторгового оборота

Показатели	Значения
Множественный R	0,793797
R-квадрат	0,630113
Нормированный R-квадрат	0,596487
Стандартная ошибка	28340646
Наблюдения	13

Источник: рассчитана по данным **[275]**

Коэффициент множественной корреляции показал значение R=0,793797 и указывает на прямую существенную взаимосвязь показателей. Коэффициент детерминации R2 составил 0,630113 или 63,01% (см табл. 5.3).

Оценка F-критерия Фишера определяет значимость функции, поскольку на основе расчетов было определено, что Fфакт=18,73881, который больше Fтабл= 4,84. Таким образом, нулевая гипотеза отклонена и уравнение регрессии считается статистически значимым.

Таблица 5.3. -Дисперсионный анализ

	df	*SS*	*MS*	*F*	*Значимость F*
Регрессия	1	1,51E+16	1,51E+16	18,73881	0,001196885
Остаток	11	8,84E+15	8,03E+14		
Итого	12	2,39E+16			

Источник: рассчитана по данным **[275]**

В ходе проведенных расчётов, представленных в таблице 5.4 уравнение регрессии зависимости о сальдированного финансового результата

предприятий от внешнеторгового оборота имеет вид $\hat{Y}_x$= -1E+08 + 19554,18 * X9.

Таблица 5.4. - Стандартная ошибка

	Коэффициенты	*Стандартная ошибка*	*t-статистика*	*P-Значение*	*Нижние 95%*	*Верхние 95%*
Y-пересечение	-1E+08	33005637	-3,04987	0,01105	-173307735,8	-2,8E+07
X9	19554,18	4517,193	4,328835	0,001197	9611,907722	29496,46

Источник: рассчитана по данным **[275]**

Коэффициент 19554,18 показывает весомость переменной X9 на Y, т.е. с увеличением объемов внешнеторгового оборота на 1 млн. долларов США сальдированный финансовый результат предприятий в среднем будет возрастать на 19554,18 тыс. сомов.

Вывод остатка показан в таблице 5.5.

Таблица 5.5. - Вывод остатка

Наблюдение	*Предсказанное Y*	*Остатки*	*Стандартные остатки*
1	-3308417	26889045	0,990969
2	26505844	12986641	0,47861
3	46069802	-3,3E+07	-1,22484
4	55649396	-2,3E+07	-0,85983
5	48308756	-4,3E+07	-1,5821
6	9560240	-3,6E+07	-1,31579
7	8324366	38588759	1,42215
8	21726802	5514559	0,203234
9	38735029	-1,2E+07	-0,4315
10	35730015	11990254	0,441889
11	10640392	-21676,9	-0,0008
12	62269875	31733537	1,169507
13	1,35E+08	19224871	0,708513

Источник: рассчитана по данным **[275]**

Перспективное сегментирование позволяет определить основные направления развития рынка ценных бумаг в Кыргызской Республике, которые нужно продвигать. Основной рынок (первичный рынок)

недостаточно развит ввиду низкой концентрации капитала и небольшого числа корпораций на рынке. Первичный рынок включает в себя эмиссию при которой ценные бумаги впервые выпускаются на рынок компанией или государством (рисунок 5.8).

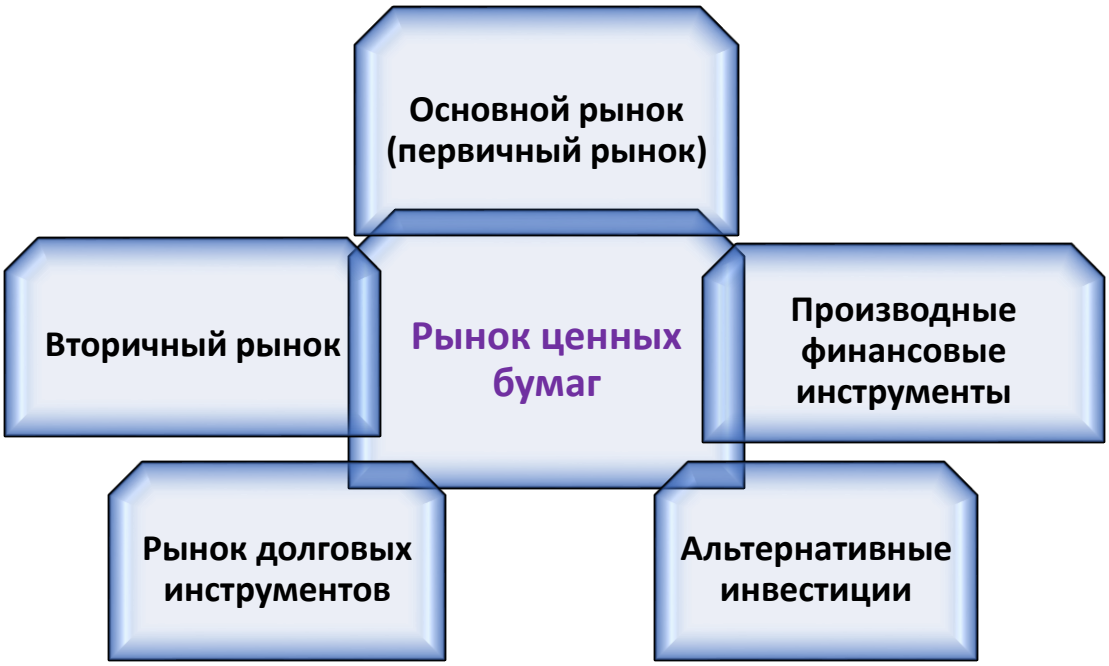


Рисунок 5.8. Перспективное сегментирование рынка ценных бумаг в Кыргызской Республике

Источник: составлен автором

Публичное размещение (IPO) происходит, когда частная компания предлагает свои акции общественности впервые. Частное размещение предполагает продажу акций компании частным инвесторам или институциональным инвесторам перед публичным размещением. Вторичный рынок включает фондовую биржу, внебиржевой рынок. На фондовой бирже проводится торговля ценными бумагами, которые уже находятся в обращении, между инвесторами, такими как акции и облигации. На внебиржевом рынке торговля происходит напрямую между покупателями и продавцами, часто через дилеров, и включает ценные бумаги, не котируемые на официальной бирже.

Производные финансовые инструменты включают в себя фьючерсы, опционы и свопы. Фьючерсы это соглашения купли-продажи, где стороны

обязуются купить или продать актив в будущем по определенной цене. Опционы - контракты, дающие право, но не обязанность, на покупку или продажу актива по определенной цене и в определенный момент времени. Свопы это обмен двумя финансовыми потоками на основе заранее определенных условий.

Рынок долговых инструментов включает в себя облигации, корпоративные облигации, государственные облигации, муниципальные облигации

Альтернативные инвестиции включают в себя хедж-фонды, частные активы, инвестиции в венчурный капитал. Хедж-фонды - инвестиционные фонды, использующие разнообразные стратегии для достижения высоких доходов. Частные активы это инвестиции в недвижимость, инфраструктуру, сырьевые товары и другие альтернативные активы.

Инвестиции в венчурный капитал - инвестиции в стартапы и молодые компании с высоким потенциалом роста. Это основные направления развития рынка ценных бумаг, каждый из них имеет свои особенности, риски и возможности для инвесторов [163].

Государства — члены ЕАЭС начали движение к созданию общего финансового рынка, определив направления интеграции финансовых рынков в рамках единого экономического пространства, общие подходы по сближению моделей финансовых рынков и гармонизации финансового регулирования. В Договоре о ЕАЭС (ДЕАЭС) от 29 мая 2014 г. государства — члены ЕАЭС впервые обозначили задачу по созданию общего финансового рынка. В соответствии с ДЕАЭС стороны в среднесрочной перспективе берут на себя обязательства по гармонизации законодательства и практики его применения в сфере финансовых рынков, формированию общего финансового рынка в банковском и страховом сегментах, а также в сегменте ценных бумаг. Кроме того, государства — члены ЕАЭС среди основных стратегических задач экономического развития Союза определяют решение проблемы обеспечения доступности финансовых ресурсов и кредитования реального сектора

экономики, совершенствования регулирования рынка ценных бумаг и биржевой деятельности. Также планируется создание наднационального органа по его регулированию. В 2019 г. был принят один из ключевых документов нормативной базы для создания общего финансового рынка — Концепция формирования общего рынка ЕАЭС (утверждена решением Высшего Евразийского экономического совета от 1 октября 2019 г.). Концепция определила цели и задачи общего финансового рынка и конкретизировала этапы и мероприятия по формированию общего финансового рынка в ЕАЭС. Документ заложил правовую основу информационного и административного взаимодействия национальных регуляторов [163].

Развитие сотрудничества в направлении формирования общего финансового рынка тесно связано с вопросами валютного контроля и валютного регулирования. Валютное регулирование не должно быть сдерживающим фактором развития интеграции, напротив, его следует направить на стимулирование развития экономик и интеграционных процессов в них. Государства — члены ЕАЭС в валютно-финансовой сфере стремятся повысить роль национальных валют во внешнеторговых и инвестиционных операциях, а также обеспечить взаимную конвертацию валют государств — членов ЕАЭС. В рамках построения согласованной валютной политики проводится анализ барьеров и сдерживающих факторов развития интеграции, а также оценивается состояние информационного обмена [163].

Геополитические вызовы, с которыми столкнулись некоторые государства — члены ЕАЭС в последнее время, наглядно продемонстрировали высокую эффективность интеграции в рамках ЕАЭС. Негативные эффекты от ограничения доступа к международным финансовым рынкам, отключения ряда банков стран — членов ЕАЭС от международной системы передачи информации и совершения платежей SWIFT, секторальных санкций и санкций, направленных против конкретных физических и

юридических лиц из государств — членов ЕАЭС, благодаря успешной интеграции были смягчены и позволили экономикам на территории ЕАЭС успешно функционировать, а гражданам государств — членов Союза в целом не снизить уровень своего благосостояния. В условиях серьезной трансформации мировых рынков и мировой экономики развитие интеграционных процессов в рамках ЕАЭС, включая формирование общего финансового рынка на территории Союза, приобретает особую значимость [163].

В новых условиях необходимо обеспечить свободное движение капиталов между странами, формировать и привлекать более крупные объемы финансовых ресурсов, способных смягчить проблему дефицита инвестиций, нарастить финансовый потенциал ЕАЭС, обеспечить проведение необходимых безопасных и надежных платежных операций. Сильный общий финансовый рынок может стать серьезным фактором продолжения успешного экономического развития государств — членов ЕАЭС, проведения ими эффективной макроэкономической политики, развития интеграционных процессов внутри ЕАЭС, укрепления взаимовыгодных экономических связей.

Экономические и экологические ракурсы интеграционного процесса рынка ценных бумаг стран ЕАЭС

Интеграционный процесс рынка ценных бумаг стран Евразийского экономического союза представляет собой важный этап в развитии экономической интеграции в регионе. Этот процесс основан на стремлении к созданию единого и эффективного финансового рынка, способствующего привлечению инвестиций, развитию предпринимательства и стимулированию экономического роста в странах-членах.

Интеграция рынка ценных бумаг направлена на формирование единого экономического пространства внутри ЕАЭС. Она направлена на устранение

препятствий для свободного движения капитала и облегчение доступа к финансовым ресурсам для предприятий, инвесторов и государственных фондов. В этом контексте рассматривается гармонизация правовых норм и стандартов регулирования финансовых рынков, создание общих инвестиционных инструментов и механизмов защиты прав инвесторов.

Одним из ключевых шагов в интеграционном процессе является создание единого торгового пространства для ценных бумаг. Это включает в себя согласование торговых правил, технической инфраструктуры, а также разработку общих стандартов учета и отчетности. При этом особое внимание уделяется совершенствованию системы клиринга и расчетов, что способствует повышению прозрачности и стабильности финансовых операций.

Еще одним важным аспектом является содействие развитию рынка корпоративных облигаций и акций, что способствует привлечению инвестиций в реальный сектор экономики. Для этого необходимо совершенствование правовой базы, стимулирование выпуска ценных бумаг, а также развитие инструментов рыночного контроля и регулирования.

Важным вопросом является также содействие развитию инвестиционного климата в регионе, что включает в себя улучшение инвестиционного законодательства, снижение административных барьеров, улучшение деловой среды и защита прав инвесторов. Такие меры способствуют привлечению иностранных инвестиций и расширению доступа к финансовым ресурсам для развития экономики.

Интеграционный процесс способствует также развитию международного сотрудничества в сфере финансовых рынков. Это включает в себя участие в международных финансовых организациях, подписание двусторонних и многосторонних соглашений, а также обмен опытом и передачу лучших практик в области регулирования и развития рынка ценных бумаг.

Таким образом, интеграционный процесс рынка ценных бумаг стран Евразийского экономического союза играет ключевую роль в укреплении

экономической интеграции в регионе и способствует устойчивому и устойчивому развитию экономики. Реализация мер по созданию единого и эффективного финансового рынка позволит увеличить конкурентоспособность ЕАЭС на мировой арене и создать благоприятные условия для устойчивого экономического роста и развития.

Экологические аспекты развития рынка ценных бумаг в ЕАЭС становятся всё более актуальными на фоне глобальных тенденций устойчивого развития и стремления к экологически чистой экономике. Развитие "зелёных" финансовых инструментов, таких как зеленые облигации и экологические фонды, способно стимулировать инвестиции в проекты, направленные на защиту окружающей среды и снижение углеродного следа.

Зеленые облигации позволяют привлекать средства для финансирования экологически устойчивых проектов, включая проекты в сфере возобновляемой энергетики, водоочистки, охраны экосистем и устойчивого сельского хозяйства. Развитие рынка зелёных облигаций в Кыргызстане может привлечь международные инвестиции, особенно от фондов, ориентированных на экологическую устойчивость, и способствовать диверсификации экономики.

Экологические, социальные и управленческие критерии становятся важными стандартами для привлечения инвесторов. Внедрение и продвижение ESG-стандартов на рынке ценных бумаг способствует созданию более прозрачных и ответственных компаний. Внедрение ESG-критериев в корпоративное управление компаний в Кыргызстане может улучшить их репутацию на международном уровне и привлечь новых инвесторов.

Введение стандартов эко-сертификации на рынке ценных бумаг способствует поддержанию экологически ответственных проектов. Укрепление нормативно-правовой базы, регулирующей выпуск экологически чистых и устойчивых ценных бумаг, также важно для эффективного развития этого сегмента рынка.

Для стимулирования инвестиций в экологически устойчивые проекты необходимо повышение уровня осведомленности участников рынка и

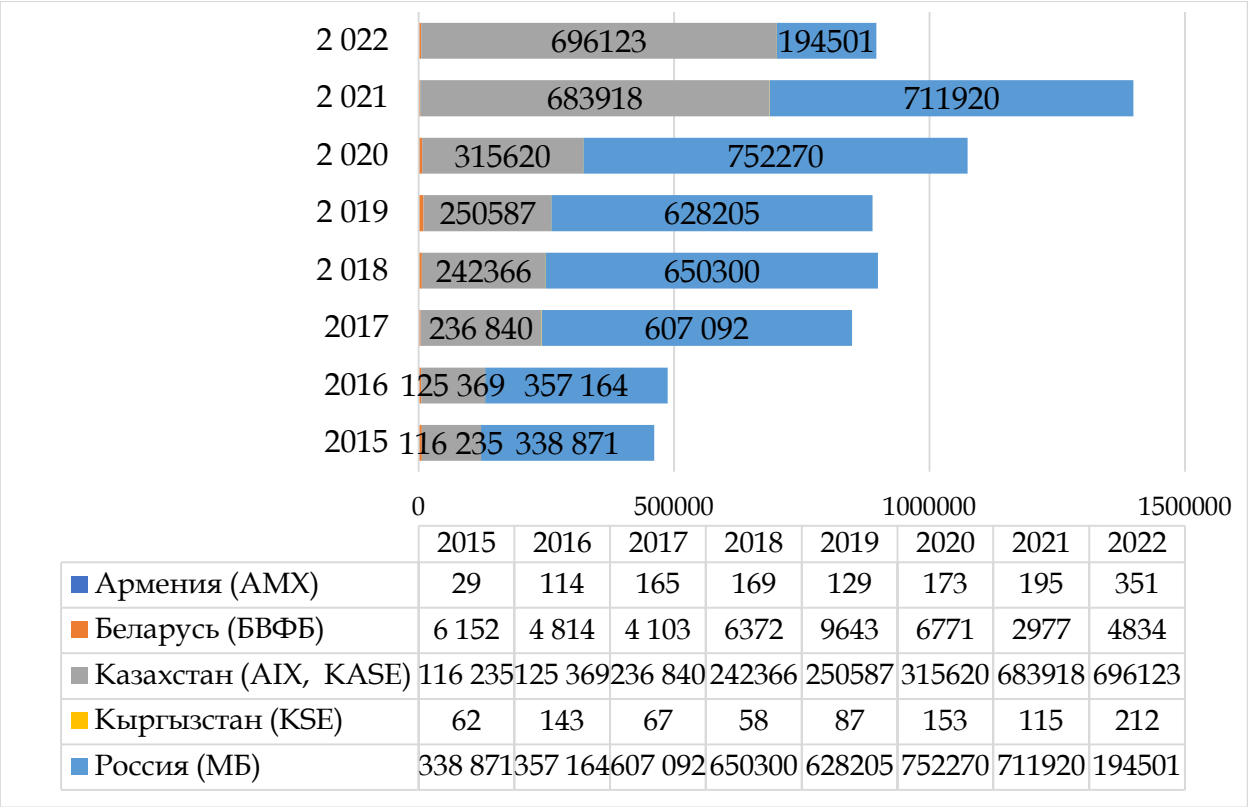
общественности о преимуществах "зелёных" финансов. Проведение обучающих семинаров, выпуск аналитических отчетов и публикация данных о пользе экологически чистых инвестиций могут способствовать росту интереса к "зелёным" ценным бумагам.

Государственная поддержка и партнерство с международными организациями могут стать важными драйверами развития рынка экологически ориентированных ценных бумаг. Кыргызстан может привлекать гранты и техническую помощь для запуска пилотных проектов и внедрения лучшей международной практики в этой области.

В целом, включение экологических аспектов в рынок ценных бумаг Кыргызстана будет не только способствовать устойчивому развитию страны, но и повысить её инвестиционную привлекательность для иностранных инвесторов, ориентированных на ESG-принципы.

Сравнительный анализ динамики объемов торгов на фондовых биржах государств-членов ЕАЭС за период с 2015 по 2022 год, показал, что наибольшее объемы отмечаются в России и Казахстане. В Казахстане (AIX, KASE) объем торгов с 2015 по 2018 год постепенно рос, затем наблюдалось снижение в 2019 году. В 2020 году происходит рост, а затем значительный рост в 2021. В 2022 году объем торгов достиг рекордного уровня в 696 123 млн. долларов США, с темпом роста в 101,8%..

В Россия на Московской бирже (МБ) с 2015 по 2017 год объем торгов рос, затем идет снижение в 2018 году. Значительный рост объемов торгов наблюдается в 2019 и 2020 годах, а затем происходит небольшое снижение в 2021 и 2022 годах. В 2022 году произошло резкое снижение объемов торгов до 194 501 млн. долларов США, при темпе роста в -27,3% [264] (рисунок 5.1).



	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Армения (AMX)	29	114	165	169	129	173	195	351
Беларусь (БВФБ)	6 152	4 814	4 103	6372	9643	6771	2977	4834
Казахстан (AIX, KASE)	116 235	125 369	236 840	242366	250587	315620	683918	696123
Кыргызстан (KSE)	62	143	67	58	87	153	115	212
Россия (МБ)	338 871	357 164	607 092	650300	628205	752270	711920	194501

Рисунок 5.1. Динамика объемов торгов на фондовых биржах государств-членов ЕАЭС, млн. долларов США

Источник: [264]

Объем торгов в Армении (AMX) растет с 2015 по 2017 год, затем наблюдается снижение в 2018 и 2019 годах. В 2020 году происходил небольшой рост, а затем значительный рост в 2021 и 2022 годах. В 2022 году темп роста объемов торгов составил 179,8%.

Объем торгов в Беларуси (БВФБ) снижался с 2015 по 2017 год, затем начинает расти в 2018 году. Значительный рост объемов торгов наблюдается в 2019 году, затем идет снижение в 2020 и 2021 годах. Однако, после этого произошло снижение, и к 2022 году объем торгов восстановился до 4 834 млн. долларов США, при темпе роста в 162,4%.

Объем торгов в Кыргызстане (KSE) колеблется в небольших пределах с 2015 по 2019 год, затем начинает расти в 2020 году. В 2021 году наблюдается снижение объемов торгов, а в 2022 году снова вырос до 212 млн. долларов США, при темпе роста в 184,3%.

В целом, все страны-члены ЕАЭС демонстрируют разнонаправленную

динамику объемов торгов на фондовых биржах.

Наибольший рост в 2022 году отмечается в Армении, Казахстане и Кыргызстане, в то время как в России такой рост минимален.

Важно отметить, что факторы, влияющие на объемы торгов, могут быть различными для каждой страны и включают в себя экономическую политику, инвестиционный климат, макроэкономические условия и другие факторы.

Проведем анализ динамики объемов торгов на фондовой бирже каждой страны ЕАЭТ отдельно. Так, в ОАО "НАСДАК ОЭМЕКС АРМЕНИЯ" (NASDAQ OMX Armenia) в 2021 году объем торгов государственных ценных бумаг составил 75 158 млн. драм. В 2022 году объем торгов увеличился до 113 682 млн. драм. Темп роста объемов торгов в 2023 году по сравнению с 2022 годом составил 79,1%.

В 2021 году объем торгов корпоративными долговыми ценными бумагами составил 22 808 млн. драм, тогда как в 2022 году объем торгов увеличился до 38 090 млн. драм. Темп роста объемов в 2023 году по сравнению с 2022 годом составил 43,8%.

В 2021 году объем торгов акций составил 406 млн. драм, в 2022 году объем торгов увеличился до 1 183 млн. драм. Темп роста объемов торгов в 2023 году по сравнению с 2022 годом составил 288,8% [264] (рисунок 5.2).

Анализ показывает, что в 2023 году все три сегмента рынка: государственные ценные бумаги, корпоративные долговые ценные бумаги и рынок акций на фондовой бирже ОАО "НАСДАК ОЭМЕКС АРМЕНИЯ" продемонстрировали рост объемов торгов по сравнению с предыдущим годом. Особенно значительным является рост объемов торгов на рынке акций, который увеличился почти в 3 раза, что указывает на повышенный интерес к инвестициям в акционерные бумаги компаний, долговые инструменты и государственные ценные бумаги на фондовой бирже Армении.

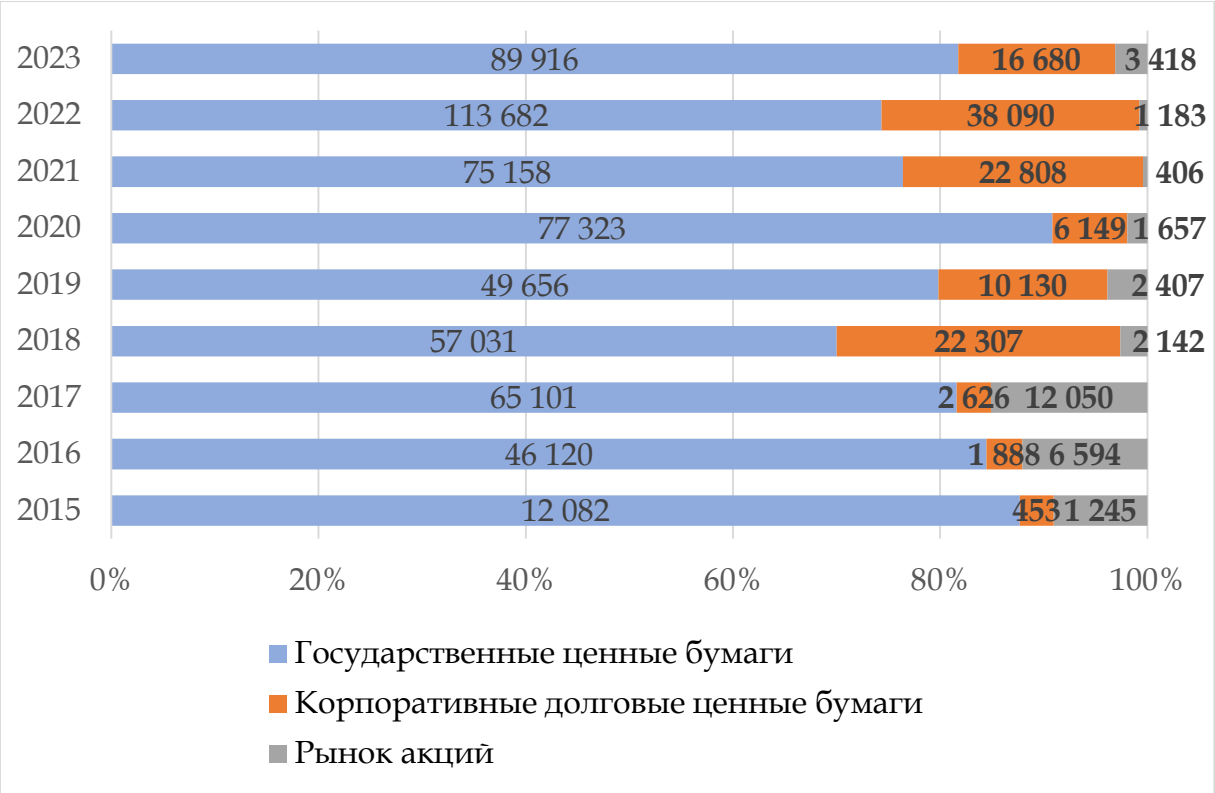


Рисунок 5.2. Динамика объемов торгов в ОАО “НАСДАК ОЭМЕКС АРМЕНИЯ” NASDAQ OMX Armenia, млн. драм

Источник: [264]

Анализ динамики объемов торгов на Белорусской валютно-фондовой бирже (БВФБ) за период с 2015 по 2023 год показал, что В 2022 году объем торгов государственными ценными бумагами составил 4,8 млрд. белорусских рублей. В 2023 году объем торгов уменьшился до 3,7 млрд. белорусских рублей. Темп роста объемов торгов в 2023 году по сравнению с 2022 годом составил -78,2%.

В 2022 году объем торгов корпоративными долговыми ценными бумагами составил 0,8 млрд. белорусских рублей. В 2023 году объем торгов увеличился до 2,9 млрд. белорусских рублей, при этом темп роста объемов т

о Анализ показывает, что на Белорусской валютно-фондовой бирже наблюдается разнонаправленная динамика объемов торгов по различным типам ценных бумаг. В 2023 году объем торгов государственными ценными бумагами и рынком акций снизился, в то время как объем торгов в

в

корпоративными долговыми ценными бумагами значительно увеличился. Таким образом, корпоративные долговые ценные бумаги выделяются как наиболее динамичный сегмент биржи, показавший значительный рост в 2023 году.

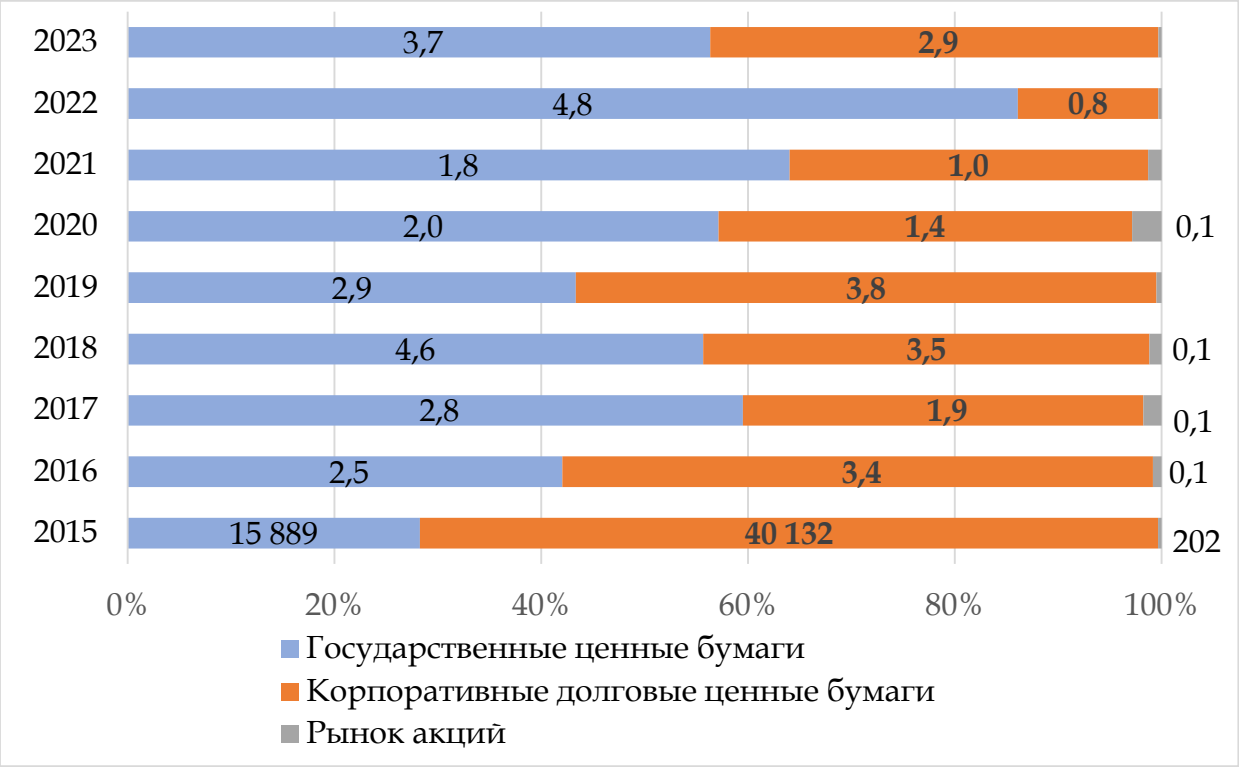


Рисунок 5.3. Динамика объемов торгов на Белорусской валютно-фондовой бирже (БВФБ) за 2015-2023 годы, млрд белорусских рублей

Источник: [264]

Анализ показывает, что на Казахстанской фондовой бирже произошли значительные изменения в объемах торгов по различным типам ценных бумаг за период с 2015 по 2023 год. В 2015 году объем торгов государственными ценными бумагами составил 431 миллиард тенге, к 2023 году объем торгов вырос до 8 013 млрд. тенге. Темп роста объемов торгов в 2023 году по сравнению с 2022 годом составил 133,5%.

В 2015 году объем торгов корпоративными долговыми ценными бумагами составил 1 229 млрд. тенге. К 2023 году объем торгов снизился до 2 487 млрд. тенге. Темп роста объемов торгов в 2023 году по сравнению с 2022 г о д о м

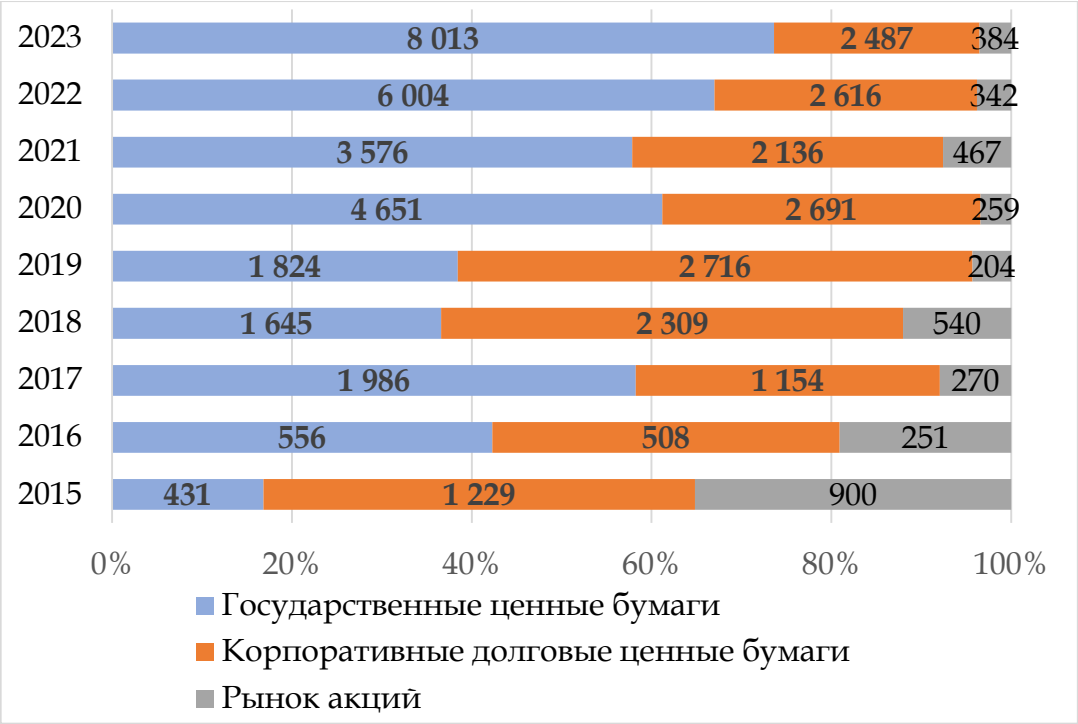


Рисунок 5.4. Динамика объемов торгов на Казахстанской фондовой бирже (KASE) за 2015-2023 годы, млрд. тенге

Источник: [264]

В 2015 году объем торгов акциями составил 900 млрд. тенге, к 2023 году объем торгов увеличился до 384 млрд. тенге. Темп роста объемов торгов в 2023 году по сравнению с 2022 годом составил 112,4%.

Государственные ценные бумаги и рынок акций продемонстрировали устойчивый рост объемов торгов, в то время как объем торгов корпоративными долговыми ценными бумагами снизился к 2023 году. В целом, Казахстанская фондовая биржа продолжает развиваться и привлекать инвесторов, хотя каждый сегмент имеет свои особенности и динамику.

Анализ динамику объемов торгов на Московской бирже ММВБ-РТС (MICEX за период с 2015 по 2023 год, показал, что в 2015 году объем торгов государственными ценными бумагами составил 4 379 млрд. российских рублей. По сравнению с 2015 годом, в 2023 году объем торгов составил 8 994 миллиарда российских рублей. Темп роста объемов торгов в 2023 году по сравнению с 2022 годом составил 122,1%.

В 2015 году объем торгов корпоративными долговыми ценными

бумагами составил 6 779 млрд. российских рублей. По сравнению с 2015 годом, в 2023 году объем торгов составил 30 876 млрд. российских рублей. Темп роста объемов торгов в 2023 году по сравнению с 2022 годом составил

В 2015 году объем торгов акциями составил 9 398 млрд. российских рублей. По сравнению с 2015 годом, в 2023 году объем торгов составил 23 034 миллиарда российских рублей. Темп роста объемов торгов в 2023 году по сравнению с 2022 годом составил 130,9% [264] (рисунок 5.5).

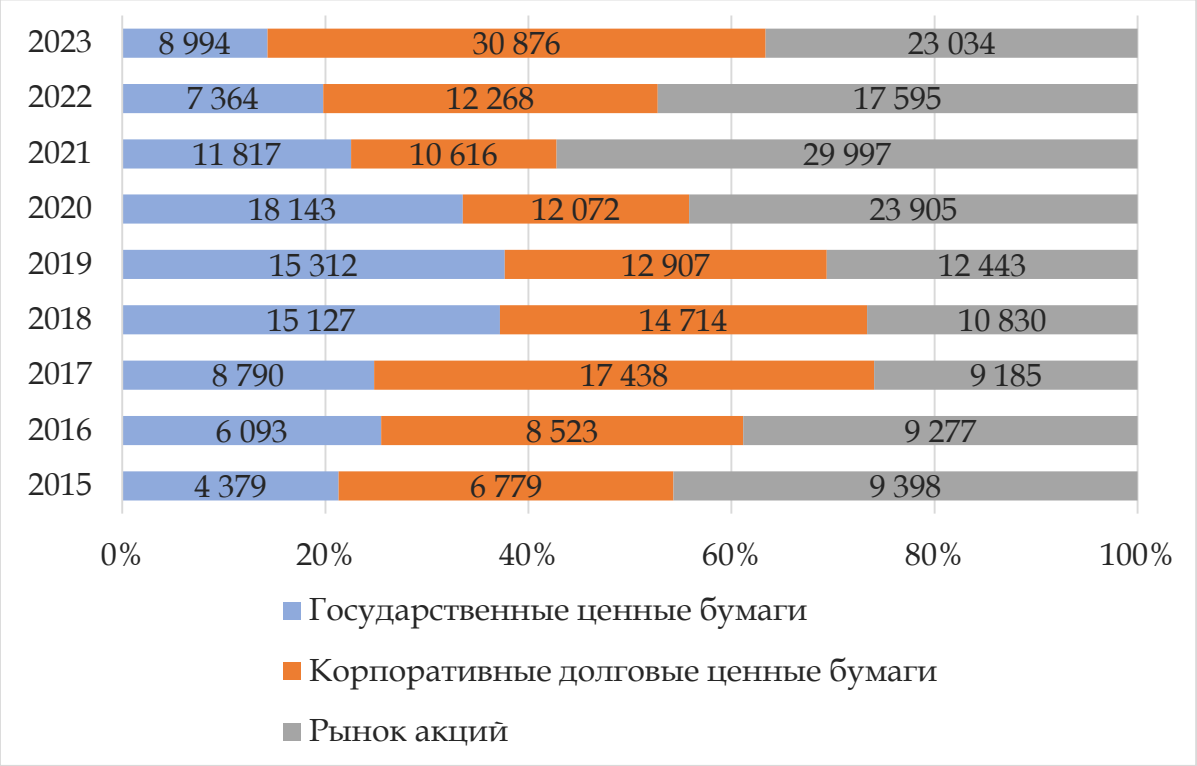


Рисунок 5.5. Динамика объемов торгов на Московская биржа ММВБ-РТС (MICEX) за 2015-2023 годы, млрд российских рублей

Источник: [264]

Анализ показывает, что на Московской бирже ММВБ-РТС (MICEX) наблюдается значительный рост объемов торгов по всем типам ценных бумаг. Особенно выделяется рост объемов торгов корпоративными долговыми ценными бумагами, который в 2023 году увеличился в 2.5 раза по сравнению с предыдущим годом. Также стоит отметить значительный рост объемов торгов на рынке акций. Эти тенденции свидетельствуют о повышенном интересе инвесторов к различным видам ценных бумаг на Московской бирже.

Можно проследить динамику индексов фондовых рынков Казахстана и России за 2017-2022 годы, как самых крупных на всем пространстве Союза и отметить, что в октябре 2022 года отмечалось наибольшее его значение в России - 4 287,52 и в Казахстане в ноябре 2022 года -3 806,33.

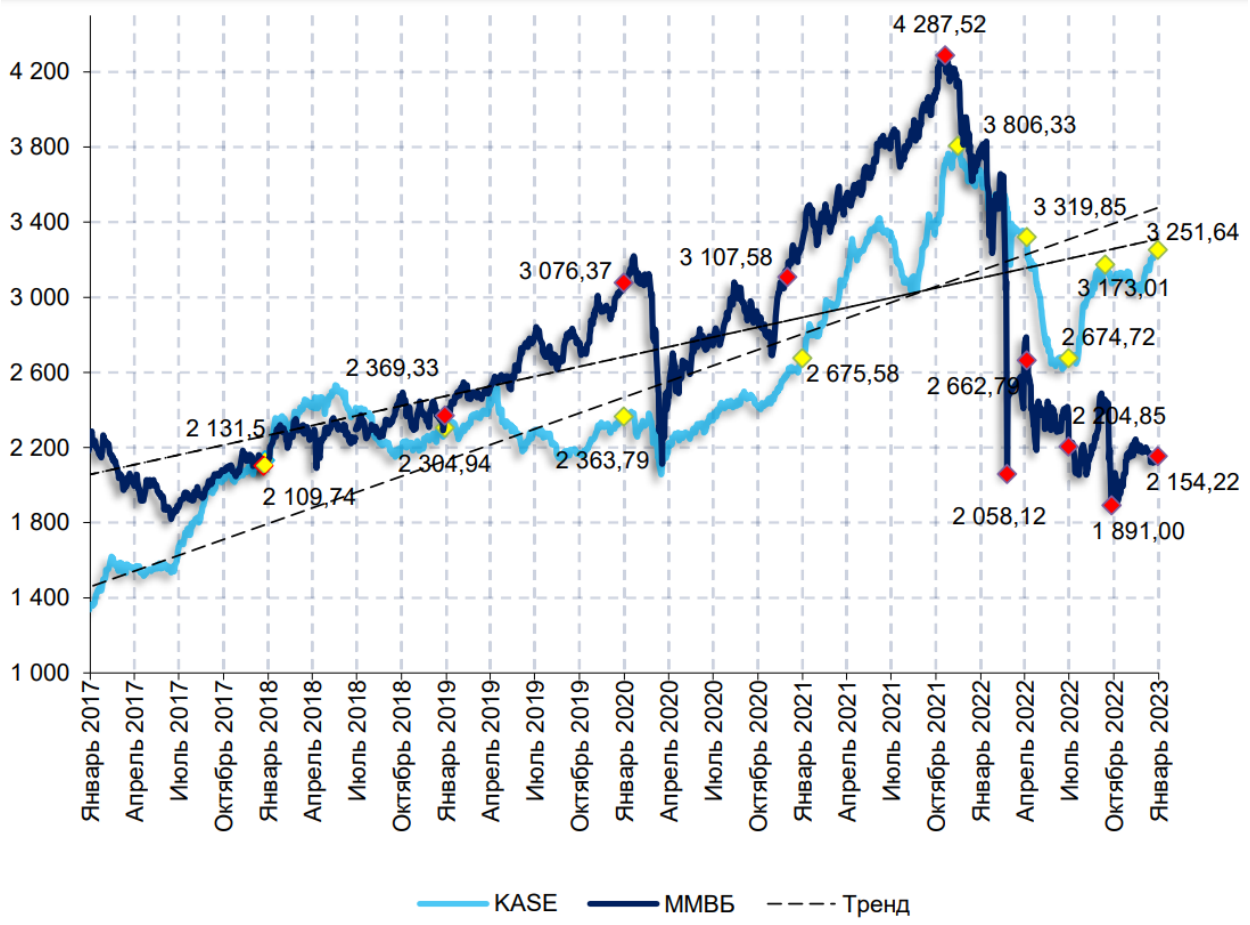


Рисунок 5.2. Динамика индексов фондовых рынков Казахстана и России

Источник: [264]

Интеграционный процесс финансовых рынков стран ЕАЭС имеет ряд особенностей:

1. У стран ЕАЭС общее историческое прошлое, а также в той или иной степени — социальная и культурная общность. Данные условия являются важными, но не единственно необходимыми для эффективного развития интеграции рынков ценных бумаг. В первую очередь речь должна идти об уровне открытости национальных экономик, наличии интереса в сближении, схожести финансовых систем, росте взаимодействия и взаимопроникновения

институтов фондовой инфраструктуры и других факторов, определяющих исходные условия развития процесса интеграции.

2. Все страны ЕАЭС имеют схожесть экономической модели и финансовой системы, что упрощает процесс консолидации их фондовых рынков. Схожесть состоит в том, что государство играет большую роль в качестве экономического агента и регулятора экономической политики страны. Она также проявляется в высокой концентрации активов в собственности узкого круга лиц. Банковские организации этих стран являются основными владельцами финансовых активов (от 78% — в Казахстане, до 98% — в Беларуси) и основными инвесторами в ценные бумаги (например, в России они обеспечивают 95% всех инвестиций в ценные бумаги).

3. У стран ЕАЭС общие экономические интересы, что является одним из наиболее важных условий развития интеграционного процесса. Формирование общего фондового рынка отвечает интересам всех стран-участниц, так как будет способствовать повышению устойчивости рынков, в том числе за счет увеличения их объемов и ликвидности. Все это поможет укреплению экономических позиций стран в мире, где стремительно набирает ход процесс глобализации, повысит конкурентоспособность на мировых рынках и сделает их интеграцию в мировую финансовую систему более эффективной.

Интеграция даст возможность избежать риска потери самостоятельности национальных рынков и превращения их в периферийный сектор развитых фондовых рынков. Кроме того, интеграция окажет помощь национальным рынкам в их стремлении занять собственную нишу. Единый рынок ценных бумаг ЕАЭС будет способствовать формированию необходимых условий для эффективного перераспределения финансовых ресурсов между странами и отраслями, увеличению инвестиционной активности и стимулированию экономического роста посредством трансформации сбережений в инвестиции.

Модель интеграции рынка ценных бумаг государств-членов ЕАЭС ориентирована на улучшение сотрудничества в области финансов и инвестиций между странами этого союза.

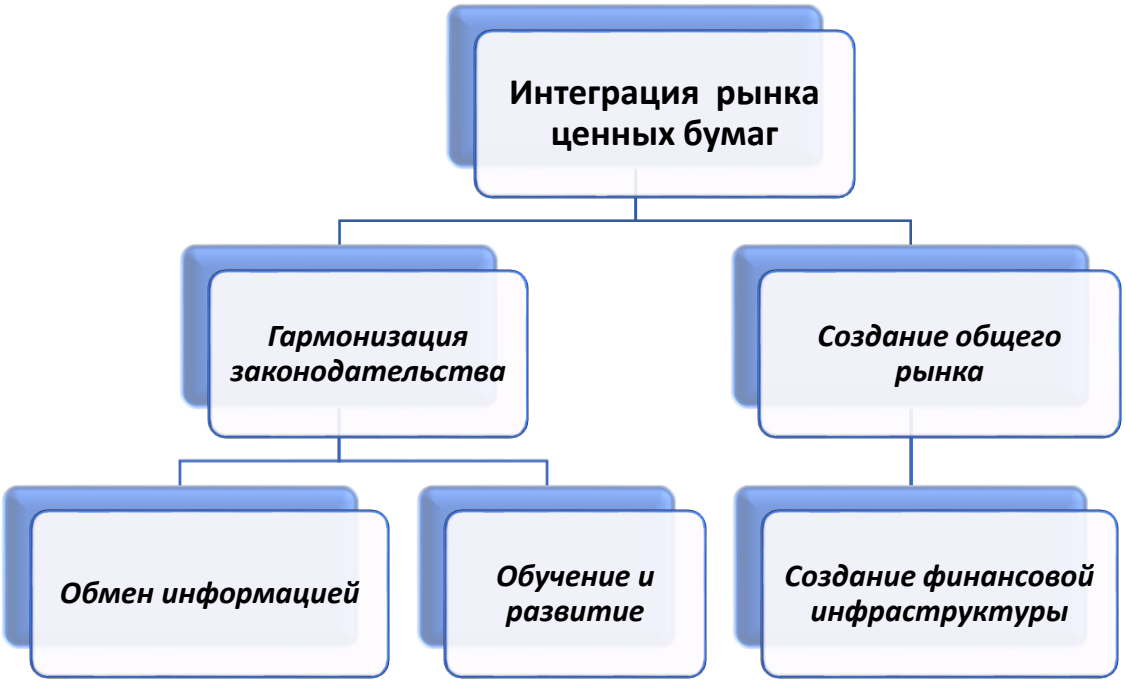


Рисунок 5.8. Модель интеграции рынка ценных бумаг государств-членов ЕАЭС

Источник: составлен автором

Гармонизация законодательства необходима для того, чтобы сделать инвестиции и торговлю ценными бумагами более прозрачными и предсказуемыми для инвесторов, государства-члены могут согласовывать свои законы и регулирования в области рынка ценных бумаг, что включает в себя единые нормы отчетности, правила обмена информацией и унификацию процедур регистрации и листинга.

Создание общего рынка будет способствовать взаимодействию участников рынка, формирования института, где инвесторы из разных стран этого союза могут свободно торговать акциями и облигациями компаний из других государств-членов.

Важным аспектом интеграции рынка ценных бумаг является обмен информацией между регуляторами и участниками рынка. Это помогает улучшить прозрачность и управление рисками для инвесторов.

Для успешной интеграции рынка ценных бумаг необходима совместная разработка и развертывание финансовой инфраструктуры, включая системы клиринга, расчетов и депозитарных услуг, которые могут обеспечить эффективное функционирование общего рынка.

Страны-члены ЕАЭС могут сотрудничать в области образования и профессионального развития в сфере финансов и инвестиций, чтобы повысить квалификацию участников рынка и обеспечить стабильное развитие рынка ценных бумаг в регионе. Эти и другие меры могут способствовать созданию интегрированного рынка ценных бумаг между государствами-членами Евразийского экономического союза, способствуя устойчивому экономическому росту и инвестиционной активности в регионе.

Для расширения сотрудничества в финансовой сфере стран ЕАЭС необходимо в первую очередь добиться финансовой стабильности национальных валют, снизить уровень инфляции, увеличить долю использования в расчетах национальные валюты стран ЕАЭС, тем самым снизить роль доллара США в экономиках стран, перевести валютно-финансовый сектор стран ЕАЭС на внутренние источники кредитования, ввести валютные ограничения на приток спекулятивного капитала. Итак, проведенный анализ показал, что существуют географические, исторические и иные предпосылки для проведения финансовой интеграции стран ЕАЭС, и результаты экономического развития этих стран вследствие финансовой интеграции могут быть достаточно показательными для сотрудничества в рамках ЕАЭС. Реализация перечисленных мер позволит расширить межгосударственное взаимодействие в банковской сфере и, учитывая тот факт, что данная сфера занимает центральное место в финансовых системах, это даст сильный толчок к развитию сотрудничества стран — участниц ЕАЭС во всех сегментах финансовой сферы. Интеграция в банковской и финансовой сфере будет способствовать укреплению экономических связей между странами, что, в свою очередь, приведет к росту экономических показателей всех стран — участниц ЕАЭС.

Для успешной адаптации к новым санкционным шокам в Евразийской экономической комиссии (ЕЭК) было предложено создать универсальную платежную систему для стран-членов ЕАЭС и БРИКС. Новая платежная система объединит национальные платежные системы Китая (Union Pay), Бразилии (Elo), Индии (RuPay), а также стран-членов ЕАЭС (системы «Мир» и «Белкарт»). В пресс-службе комиссии отметили, что в ЕАЭС работают над созданием общего финансового рынка. Эта работа касается страхового и банковского рынков, а также рынка ценных бумаг. Помимо этого, планируется создать общее биржевое пространство. Перспективы запуска подобной платежной системы обсудили в ходе сессии ВЭФ-2023 «Большая Евразия: драйверы формирования альтернативной международной валютно-финансовой системы».

На данный момент страны ЕАЭС активизируют работу по снижению доли доллара во взаимных расчетах. Этот процесс начался еще до введения санкций 2022 г. Только за последние два года с 2021 по 2023 г. доля расчетов в нацвалютах ЕАЭС выросла с 74% до 90% (по данным на март 2023 г.; для сравнения — в 2013 г. этот показатель составлял 63%) [2]. В 2022 г. взаимные расчеты осуществлялись в основном в российских рублях (71,5%), долларах (более 25%), казахских тенге (1,4%) и белорусских рублях (0,2%). Переход на расчеты в национальных валютах осложняется высокой волатильностью валют ЕАЭС, а также привязкой торговых цен к долларовым. При такой схеме необходимо выполнять двойную конвертацию курсов.

Похожие сложности возникли и в расчетах с Индией. При оплате за поставки энергоресурсов индийскими рупиями встает вопрос о том, что можно закупить в таком количестве на рупии без ущерба внутреннего производства. В таких условиях необходимы более длинные схемы, частично бартерные, чтобы использовать взаимозачетом рупиями с другими странами, импортирующими различные товары из Индии и поставляющими в Россию.

Однако пресс-служба правительства Казахстана распространила заявление, что российские рубли будут использоваться для зачисления

и распределения ввозных таможенных пошлин в РФ и Белоруссию, а в Казахстан, Армению и Киргизию, как и ранее, расчеты могут производиться в долларах. Кроме того, в июне 2023 г. на заседании Евразийского межправительственного совета глава киргизского кабинета министров заявил о необходимости более активно использовать во взаимных расчетах альтернативные валюты — российский рубль и китайский юань [Итоги заседания].

Резюмируя, многолетняя подготовка после первых санкций 2014 г. и быстрая реакция Банка России на новые шоки смогли стабилизировать ситуацию после введения как общих, так и финансовых санкций. Большая часть граждан, работающих и сберегающих в России, почти не ощутили финансовые санкции. Рост цен и замедление деловой активности наблюдаются не только в России, но и в целом в глобальной экономике. Партнеры по ЕАЭС помогли адаптироваться и российским компаниям, и физическим лицам, предоставляя свои финансовые и сопутствующие услуги.

К 2025 году страны Евразийского экономического союза намерены создать общий финансовый рынок. Основная его идея состоит в том, чтобы сформировать единые требования к регулированию. Это обеспечит взаимное признание лицензий в банковском, страховом секторах и на рынке ценных бумаг.

Создание общего финансового рынка в рамках ЕАЭС обеспечит свободный, недискриминационный доступ на финансовые рынки всех стран ЕАЭС. Будут созданы условия для взаимного признания лицензий на осуществление видов деятельности в секторах услуг (банковском, страховом, секторе услуг на рынке ценных бумаг). Таким образом, участники рынка при соответствии и соблюдении требований смогут осуществлять деятельность на рынках государств — членов ЕАЭС.

Формирование общего финансового рынка ЕАЭС позволит инвесторам, потребителям финансовых рынков получить упрощенный доступ на рынки

друг друга. От такого рынка ожидается распределение капитала, снятия ограничивающих барьеров по взаимному допуску на рынок капитала и финансовых услуг. Это также увеличит конкуренцию на финансовом рынке. Конечно же, предусмотрено создание системы защиты прав потребителей и инвесторов.

Концепцией общего финансового рынка предусмотрено создание общего биржевого пространства ЕАЭС. Это будет способствовать торговому и инвестиционному сотрудничеству между участниками через беспрепятственное участие в торгах на биржах друг друга, а также взаимное признание выпусков ценных бумаг, то есть это позволит размещать их на организованных торгах в других государствах союзах. К 2025 году странам ЕАЭС уже необходимо определить подходы к взаимному признанию лицензий. Произойдет через реализацию механизма стандартизированной лицензии. Таким образом, получив лицензию, например, в Кыргызстане, можно будет осуществлять финансовую деятельность на всей территории ЕАЭС. К примеру, это позволит по упрощенной процедуре учредить дочернюю организацию банка либо страховой организации на территории другого государства.

Однако при формировании единого финансового рынка Евразийский экономический союз сталкивается с рядом трудностей. В частности, реализации задуманного мешает:

· существенная разница в уровне развития финансовых систем и экономик стран-участниц, а также коренные отличия в правовом регулировании;

· опасения некоторых стран в связи с возможной утерей суверенитета;

· дефицит финансовых активов, вызванный оттоком капитала из России;

· высокая волатильность курсов национальных валют – так, например, у рубля, который мог бы выступить в роли единой валюты, курс достаточно нестабильный: в начале 2022 года за доллар надо было отдать 74 единицы российской валюты, в феврале – уже 121, а в июне – 57;

· отсутствие должного инвестиционного климата и недостаточно благоприятные условия для развития бизнеса;

· низкий уровень развития производства национальных экономик;

· нехватка капитала, в связи с чем компании предпочитают первоначально размещать свои акции на азиатских и западных биржах и т. д.

К вышеперечисленным трудностям стоит также добавить желание некоторых стран-участниц ЕАЭС «усидеть на двух стульях». Не стоит забывать о том, что в конфликте с Украиной только Белоруссия встала на сторону России. Другие же участники остались нейтральными. Члены ЕАЭС не хотят полностью терять связи с западными партнерами, поэтому опасаются повышения интеграции с Россией.

При отсутствии единой валюты существование общего рынка капитала сталкивается со значительными трудностями. Во-первых, возникают сложности при покупке финансовых инструментов на бирже. Во-вторых, появляются трудности при страховании и кредитовании. В связи с этим, несмотря на опасения некоторых стран по поводу возможного ослабления своего суверенитета (которые, конечно, не лишены оснований) при введении общей региональной валюты, создание единой валюты может неплохо простимулировать экономики стран.

Перспективным, в частности, является создание бивалютной системы, в которой общая валюта будет использоваться для инвестирования и осуществления безналичных платежей. При бивалютной системе в стране присутствуют две валюты, одна из которых – сильная, используется в качестве средства сбережения, а также для внутренних и внешних расчетов. Вторая – слабая, национальная валюта, позволяет осуществлять безграничную эмиссию и поддерживать экспортеров. В качестве сильной валюты во многих странах сегодня используется доллар США. В странах ЕАЭС сильную валюту найти сложно. Экономики большинства членов маленькие, нестабильные, поэтому их валюты относительно слабы. Российский рубль тоже не выглядит надежной валютой, так как его курс по большей части зависит от экспорта сырья.

В то же время ЕАЭС может пойти по стопам Европейского союза и создать единую расчетную валюту, которая будет основана на корзине валют стран-участниц. Доля каждой валюты в корзине будет выражаться в пропорциях ВВП каждой страны к совокупному. Однако и такое решение не предоставит стабильное платежное средство, так как большую долю в корзине все же займет рубль.

Стоит отметить, что, несмотря на сложности, возникающие при принятии единой валюты, большая часть платежных операций между странами осуществляется в национальных валютах. Еще до начала Специальной военной операции (СВО) более 70% расчетов между странами ЕАЭС производились в рублях. Новые санкции со стороны стран Запада ускорили достижение полного перехода ЕАЭС к расчетам в национальных валютах.

26 августа 2022 члены ЕАЭС подписали распоряжение «О дальнейшей работе по расширению использования национальных валют государств-членов Евразийского экономического союза при осуществлении расчетов в рамках взаимной торговли». Согласно этому документу, страны будут обеспечивать взаимодействие национальных систем платежных карт, а также расширят сети корреспондентских счетов в банках и будут стремиться к обмену информацией без использования SWIFT при осуществлении трансграничных расчетов. Напомним, что после принятия 10 пакетов санкций Евросоюзом, 26 российских банков были отключены от SWIFT. Кроме того, Евразийская экономическая комиссия рассматривает создание универсальной платежной системы для стран ЕАЭС и БРИКС, что поможет осуществлять внешние платежи в национальных валютах без использования доллара в качестве посредника.

Для создания единого платежного пространства в ЕАЭС рассматривается также использование блокчейн-платформы «Мастерчейн». Эта система обеспечивает организацию технологией распределенных

реестров и позволяет проводить расчеты без использования иных платежных систем.

Таким образом, несмотря на некоторые препятствия, сдерживающие формирование общего финансового рынка, страны ЕАЭС имеют необходимые интеграционные возможности для его создания. При этом очевидно, что основную роль в формировании финансового рынка ЕАЭС должна на себя взять Россия.

Налоговую льготу по бумагам российского хайтека продлили еще на пять лет — на 2023–2027 годы. Норма впервые была введена с 1 января 2016 года и должна была закончить действие 31 декабря 2022 года. Новые сроки льготы, согласно закону, установлены на период с 1 января 2023-го по 31 декабря 2027 года включительно.

От обложения налогом на доходы физических лиц и налогом на прибыль организаций освобождаются доходы, полученные от реализации или иного выбытия (в том числе погашения) акций и облигаций российских организаций, а также инвестиционных паев, являющихся ценными бумагами высокотехнологичного (инновационного) сектора экономики, при условии, что они непрерывно принадлежали налогоплательщику на праве собственности или ином вещном праве более одного года.

Перечень ценных бумаг высокотехнологичного (инновационного) сектора экономики, к которым применяется нулевая ставка, публикуется на сайте Московской биржи.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Проведенный анализ позволил делать следующие выводы:

1. Наиболее уязвимой и слабой стороной рынка ценных бумаг является его острая подверженность не только экономическим, но и политическим потрясениям, заставляющим его работать на более быстрых оборотах по сравнению с рынком капиталов и прочими рыночными механизмами.

Экономические функции рынка ценных бумаг:

1) создание источников, обеспечивающих прирост денежных средств;

2) создание «инвестиционных» источников;

3) осуществление свободного перелива финансовых средств между секторами рыночной экономики;

4) содействие платежному и денежному обороту.

Несмотря на все проблемы и диспропорции, рынок ценных бумаг, как важнейшая часть формирующегося финансового рынка имеет большой потенциал и серьезные перспективы быстрого развития.

В настоящее время уровень развития рынка ценных бумаг, сложившаяся нормативно-правовая база регулирования этого рынка, а также достигнутый уровень его развития позволяют сделать вывод о наличии возможностей качественного повышения конкурентоспособности рынка ценных бумаг и формирования на его основе самостоятельного мирового финансового центра.

2. Проведенные исследования показывают, что рынок ценных бумаг обладает достаточными интеграционными возможностями. Приведенные данные свидетельствуют о том, что потенциал существует во всех сегментах рынка ценных бумаг, однако более широкие возможности – на рынке долговых ценных бумаг. Это обусловлено тем, что данный сегмент рынка, в отличие от рынка акций, в определенной степени развит почти во всех странах ЕАЭС. Углубление интеграционных процессов на рынке ценных бумаг может оказать положительное воздействие на увеличение инвестиционных возможностей экономики , что в свою очередь может содействовать

увеличению темпов роста валового внутреннего продукта, сокращению безработицы и улучшению социального положения населения. Однако создание единого или интегрированного биржевого рынка должно сопровождаться интеграционными процессами депозитарных и расчетно-клиринговых систем и синхронизацией нормативно-правовой базы, регулирующей рынок ценных бумаг.

Опыт развитых стран свидетельствует, что законодательная база, регулирующая выпуск, размещение и погашение долговых эмиссионных ценных бумаг, должна соответствовать следующим требованиям:

- выпуск долговых эмиссионных ценных бумаг, следует осуществлять в целостном правовом поле, в котором эффективное исполнение законов обеспечивается исполнительным органом власти, регулирующим рынок ценных бумаг;

- при выпуске долговых эмиссионных ценных бумаг, необходимо, публично контролировать экономическую деятельность эмитента. Это может выражаться в привлечении к разработке основных параметров займа андеррайтеров, финансовых консультантов и аудиторов, оценщиков, которые должны нести ответственность за обоснованность расчетов, основных параметров выпуска долговых эмиссионных ценных бумаг достоверность и полноту раскрытия информации;

- условия работы долговых эмиссионных ценных бумаг, должны быть едиными для всех типов эмитентов и инвесторов.

На основе комплексного сравнительного анализа рынков ценных бумаг стран ЕАЭС (участников, инфраструктуры, финансовых инструментов) определены особенности фондовых рынков как объектов интеграции (они проявляются по следующим позициям: основным участникам, инфраструктуре, объемам рынков и их роли в экономике), а также выявлены проблемы их регулирования в условиях интеграции (главная из которых - отсутствие законодательно закрепленных возможностей по эффективному взаимодействию рынков).

3. Рынок государственных ценных бумаг может столкнуться с несколькими проблемами, включая риск дефолта. Государственные ценные бумаги не всегда считаются абсолютно безрисковыми, особенно в случае стран с нестабильной экономической ситуацией или высоким уровнем долга. Риск дефолта государства может стать проблемой для инвесторов, особенно если они вложили значительные средства в государственные облигации.

Государственные ценные бумаги часто характеризуются низкой доходностью по сравнению с другими активами, особенно в периоды низких процентных ставок. Это может быть проблемой для инвесторов, стремящихся к высоким доходам. Если доходность государственных ценных бумаг не превышает уровень инфляции, реальная покупательная способность инвесторов может снижаться, что может сделать эти инвестиции менее привлекательными. Государственные ценные бумаги могут подвергаться влиянию политических факторов, таких как изменение правительства, законодательные изменения или геополитические конфликты, что может повлиять на стабильность выплат по облигациям и цену этих бумаг на рынке. Некоторые рынки государственных ценных бумаг могут иметь низкую ликвидность, особенно для ценных бумаг с длинным сроком погашения или для государств с непрогнозируемой экономической ситуацией. Это может усложнить продажу или покупку ценных бумаг по желаемой цене. Инвесторы, покупающие государственные ценные бумаги в иностранной валюте, могут столкнуться с риском курсовых колебаний, что может повлиять на их реальную доходность при конвертации в свою национальную валюту.

4. Проблемы развития рынка корпоративных ценных бумаг в Кыргызской Республике:

– отсутствие мотивации инвестиционной деятельности;

– низкий уровень доверия между инвесторами, эмитентами и государством;

– низкий уровень страхования рисков по операциям с ценными бумагами;

– низкий уровень безопасности проводимых операций с ценными бумагами;

– отсутствие на рынке в достаточном количестве ликвидных инструментов для инвестирования;

– рост неорганизованного внебиржевого рынка ценных бумаг и связанные с этим риски.

5. Динамичное развитие экономики диктует новые правила ведения финансовой деятельности. И значительное место занимает рынок ценных бумаг, позволяющий регулировать финансовый цикл. В настоящее время в обществе сформировалась устойчивая потребность в знаниях в области ценных бумаг. Рынок ценных бумаг, как и другие рынки, представляет сложную организационно-экономическую систему с высоким уровнем целостности и законченности технологических циклов. Действуя на первичном рынке, фирма может осуществить новый выпуск и реализацию собственных ценных бумаг и тем самым заставить «работать» деньги своих инвесторов. На вторичном рынке фирма, покупая ценные бумаги других фирм, формирует свой резервный капитал. Она может продать часть «своих» ценных бумаг и также получить необходимые ей финансовые средства.

В данном контексте важной является синхронизация нормативно-правовой базы, регулирующей рынок ценных бумаг, несмотря на различия в объемах этих рынков. Важность данного процесса обусловлена тем, что нормативно-правовая база, регулирующая рынок ценных бумаг Кыргызстана, наиболее синхронизирована с законодательством стран Европейского союза. Создание синхронизированной нормативно-правовой базы, регулирующей рынок ценных бумаг, может положить начало формированию единого интегрированного евразийского рынка ценных бумаг.

6. Таким образом, обеспечение долговой устойчивости и снижение долговой нагрузки требует комплексного подхода, включающего в себя разнообразные стратегии и меры, направленные на сокращение долга,

увеличение эффективности финансовых операций и поддержку программ развития с высоким потенциалом для стимулирования экономического роста.

Обеспечение устойчивого роста валового внутреннего продукта (ВВП) и развития экономики требует принятия ряда мер, направленных на развитие реального сектора экономики и стимулирование организации совместных производств на территории республики. Эти меры способствуют устойчивому росту экономики и созданию благоприятной среды для предпринимательской деятельности. Одним из ключевых направлений развития является поддержка совместных производств на территории республики. Для этого важно внедрить механизм финансирования таких проектов в рамках Союза. Это позволит привлечь дополнительные инвестиции и технологии, способствуя развитию производственного сектора и увеличению конкурентоспособности страны. Такие шаги не только способствуют росту ВВП, но и создают новые рабочие места, повышают уровень инвестиций и содействуют развитию экспортно-ориентированных отраслей. В конечном итоге это способствует устойчивому и устойчивому развитию экономики в целом.

Для стимулирования внешнеэкономической деятельности и поддержки платежного баланса Кыргызской Республики необходим комплексный подход, включающий ряд мероприятий. Эти меры направлены на увеличение экспорта продукции страны и развитие экспортоориентированных производств на ее территории с целью улучшения торгового баланса и снижения отрицательного сальдо. Важно сосредоточиться на развитии производственного сектора, способного конкурировать на мировых рынках. Это включает в себя создание благоприятной инвестиционной среды, обеспечение доступа к финансированию для экспортноориентированных предприятий и содействие внедрению новых технологий.

Далее следует активно поддерживать экспортные инициативы, оказывая содействие компаниям в продвижении своей продукции на международных рынках. Это может включать в себя организацию выставок, ярмарок, деловых миссий и других мероприятий, направленных на продвижение экспортных

товаров. Также важно развивать торговую инфраструктуру и улучшать логистические возможности для улучшения конкурентоспособности кыргызских товаров на мировых рынках. Это поможет снизить издержки на экспорт и увеличить его эффективность.

7. Проблемы привлечения инвестиций на рынок ценных бумаг можно сформулировать следующим образом:

Частая изменение законодательства и правил регулирования создает нестабильность для инвесторов на рынке ценных бумаг, затрудняя принятие рациональных инвестиционных решений.

Недостаточная прозрачность и доступ к информации о компаниях и их финансовом состоянии могут привести к недоверию со стороны инвесторов и ограничить объем инвестиций на рынке. Высокие комиссии брокеров и другие операционные расходы могут уменьшить доходность инвестиций и отпугнуть потенциальных инвесторов. Недостаточное развитие инфраструктуры рынка, такое как системы клиринга и расчетов, может снизить эффективность и привлекательность инвестиций на рынке ценных бумаг. Неэффективная защита прав инвесторов и недостаточное соблюдение принципов корпоративного управления могут создавать риски для инвесторов и ограничивать их долгосрочный интерес к рынку ценных бумаг. Неразвитость рынка производных финансовых инструментов, таких как опционы и фьючерсы, может ограничивать возможности для защиты инвестиционного портфеля и управления рисками на рынке ценных бумаг. Геополитические конфликты и экономические нестабильности могут создавать высокий уровень неопределенности и риска для инвесторов на рынке ценных бумаг, ограничивая их желание вкладывать средства в данный рынок.

8.По результатам ретроспективного анализа взаимодействия национальных рынков выявлена цикличность развития интернационализации фондовых рынков на региональном и глобальном уровнях, предложена периодизация этого процесса, определен период зарождения и логика развития их интеграции и сделан вывод о ее нелинейном характере. Выявлены

и систематизированы факторы, способствующие развитию международной интеграции рынков ценных бумаг (историко-культурные, общеэкономические, экономико-регулятивные и научно-технические). По итогам изучения исходных условий интеграции стало понятно, что, несмотря на наличие угроз и ряда фактов, препятствующих интеграции, рассмотренные предпосылки свидетельствуют о возможности развития интеграционных процессов на фондовых рынках постсоветского пространства, перспективы которых, как показывает опыт стран Евросоюза, напрямую зависят от правильно выстроенной системы их регулирования. Результаты проведенного исследования опыта развития интеграции в ЕС, выявленные особенности фондовых рынков стран ЕАЭС, а также предпосылки, препятствия и угрозы интеграции позволили сформулировать основные направления реформирования в целях создания условий для развития интеграции рынков ценных бумаг постсоветского пространства.

Низкий уровень развития фондовых рынков и высокая его дифференциация, несовпадение структуры рынков, высокая стоимость выхода на рынки стран ЕАЭС и законодательные сложности, что мешает выстраиванию нормальной системы взаимодействия инфраструктуры; - угрозы развитию интеграции: активизация на постсоветском пространстве экономических игроков из третьих стран (инвестиционных банков, бирж), отток финансовой активности за границу, конкуренция между наиболее развитыми рынками России и Казахстана - на пути строительства МФЦ.

ПРАКТИЧЕСКИЕ РЕКОМЕНДАЦИИ

1. Для развития современной теории, методологии и терминологии рынка ценных бумаг предложена авторская трактовка дефиниции «рынок ценных бумаг». В авторской трактовке рынок ценных бумаг можно определить как совокупность субъектов, институтов, экономических отношений по поводу эмиссии и обращения ценных бумаг посредством перераспределения финансовых ресурсов для инвестирования.

На современном этапе развития мирового финансового рынка актуальным становится процесс интеграции финансовых рынков разных стран, что и побудило развить теорию интеграционных процессов финансового сектора и дать авторскую трактовку дефиниции «интеграция рынков ценных бумаг». В авторской трактовке термин «интеграция рынков ценных бумаг» можно определить как процесс усиления взаимодействия, взаимовлияния, сближения, взаимопроникновения и консолидации для упорядоченного взаимодействия субъектов, институтов, экономических отношений по поводу эмиссии и обращения ценных бумаг посредством перераспределения финансовых ресурсов.

2. Усиление регулирующих механизмов интеграционного процесса рынка ценных бумаг стран ЕАЭС требует:

- решения проблем результативности инструментов унификации, что с учетом накопившихся в странах ЕАЭС различий в законодательных базах, регулирующих фондовый рынок, целесообразней реализовать путем замены прежних инструментов, новыми — Директивами ЕАЭС, по правовому статусу аналогичными Директивам ЕС, которые устанавливали бы только результаты, которые требуется достичь, предоставляя право государствам выбирать формы и методы их достижения;

- создание эффективной системы разработки наднациональных нормативных актов за счет одновременной реализации сотрудничества между всеми органами, участвующими в регулировании как на наднациональном, так

и на национальном уровне, а также реализации общественной экспертизы проектов нормативных актов (т.е., по примеру ЕС, обсуждение проектов инициатив с участниками, на регулирование деятельности которых они направлены);

- формирование эффективной системы имплементации наднациональных норм в законодательства стран ЕАЭС, что должно обеспечиваться одновременно и на наднациональном (за счет установления адекватных сроков выполнения предписаний, четкой системы контроля и ответственности за их неисполнение, реализуемой с помощью отчетности перед специально созданной комиссией независимых экспертов и на национальном уровне (за счет деятельности специально созданного при национальном регуляторе подразделения, ответственности за экспертизу национального законодательства на соответствие наднациональным нормам, разработку поправок для устранения расхождений и подготовку по данным вопросам отчетности для комиссии независимых экспертов).

- создание законодательной базы для повышения требований к эмитентам облигаций;

- создание надежной и устойчивой хозяйственной среды, необходимой для экономического роста страны;

- создание надежного финансового инструмента для привлечения инвестиций в экономику; максимальное использование возможностей рынка долговых ценных бумаг, как источника инвестиционных ресурсов; снижение рисков финансовой нестабильности и неустойчивости, неплатежеспособности в рынке ценных бумаг; обеспечение защиты законных всех участников данного процесса прав в соответствии с законодательством Кыргызской Республики.

3. В целью оптимизации управления рынком государственных ценных бумаг следует направить усилия на: усиление регулирования и надзора, что предполагает усилить контроль за деятельностью участников рынка, обеспечивая соблюдение законодательства и норм регулирования. Это

включает в себя четкое определение правил листинга, регулирование операций с ценными бумагами и меры по предотвращению манипуляций на рынке. Управляющие органы должны обеспечить доступность информации о государственных ценных бумагах, финансовом состоянии эмитентов и условиях выпуска, что позволит инвесторам принимать обоснованные инвестиционные решения на основе объективной информации. Следует способствовать развитию рынка вторичных торгов государственных ценных бумаг путем создания эффективной торговой инфраструктуры, стимулирования ликвидности и повышения привлекательности для инвесторов. Управляющие органы должны активно мониторить рыночные условия и реагировать на изменения в экономической и политической среде, чтобы смягчать возможные негативные последствия для рынка государственных ценных бумаг. Проведение образовательных программ и информационных кампаний для инвесторов, содействует повышению финансовой грамотности и пониманию рисков и возможностей, связанных с инвестированием в государственные ценные бумаги.

Внедрение мер по стимулированию инвестиций в государственные ценные бумаги, таких как налоговые льготы или привлекательные условия для инвесторов, может способствовать привлечению большего количества инвестиций на рынок.

4. Для развития рынка корпоративных ценных бумаг в Кыргызской Республике можно предложить следующие меры:

– разработка и внедрение современного законодательства, которое обеспечит защиту прав инвесторов и эмитентов, а также стимулирует развитие рынка.

– обязательное раскрытие информации о деятельности компаний, их финансовом состоянии, стратегии развития и рисках для инвесторов.

– содействие развитию биржевой инфраструктуры, включая совершенствование системы торговли, клиринга и расчетов сделок.

– повышение уровня корпоративного управления в компаниях, в том числе через внедрение лучших практик и стандартов.

– создание специальных программ и инструментов для привлечения мсп на рынок ценных бумаг, включая упрощенные процедуры листинга и доступ к финансированию.

– проведение информационных кампаний и образовательных мероприятий для инвесторов с целью повышения интереса к инвестированию в корпоративные ценные бумаги.

– создание условий для привлечения иностранных инвесторов на рынок корпоративных ценных бумаг через улучшение инвестиционного климата и предоставление инвестиционных стимулов.

– содействие развитию рынка корпоративных облигаций как альтернативного источника финансирования для компаний.

5. В условиях интеграции существует несколько перспективных направлений развития рынка ценных бумаг Кыргызской Республики:

Развитие сильной и эффективной системы регулирования и надзора, а также совершенствование правового и законодательного окружения, способствует увеличению прозрачности и надежности рынка для инвесторов. Создание привлекательной инвестиционной среды и предоставление инвесторам возможности для вложений в ценные бумаги кыргызских компаний поможет расширить капиталовложения и способствует экономическому росту. Усиление инвестиций в развитие торговых площадок, улучшение технологий и совершенствование систем клиринга и расчетов сделок на рынке ценных бумаг способствует повышению ликвидности и привлекательности рынка для инвесторов. Диверсификация инвестиционных возможностей путем развития различных видов ценных бумаг, таких как облигации, акции, и другие финансовые инструменты, позволит инвесторам выбирать из более широкого спектра инвестиционных активов.

Развитие образовательных программ и инициатив по повышению финансовой грамотности среди населения и инвесторов способствует

увеличению уровня участия в рынке ценных бумаг и повышению качества инвестиционных решений. Повышение доступности информации о компаниях, выпускающих ценные бумаги, и рынке в целом поможет увеличить доверие инвесторов и способствует привлечению новых участников на рынок. Эти направления развития могут способствовать укреплению рынка ценных бумаг Кыргызской Республики и его успешной интеграции в мировую финансовую систему.

6. Оптимизация управления государственным долгом включает в себя ряд мероприятий и стратегий, направленных на эффективное управление долговой нагрузкой государства. Вот несколько предложений по этому вопросу:

– стимулирование разнообразия источников финансирования государственного долга, включая как внутренние, так и внешние источники, такие как облигации, кредиты, государственные векселя и другие финансовые инструменты.

– управление структурой долга с учетом оптимальной смеси краткосрочных и долгосрочных обязательств, что позволит снизить риски процентных изменений и обеспечить стабильность финансового планирования.

– регулярное оценивание финансовых рисков и кредитоспособности государства, а также проведение анализа устойчивости долговой нагрузки для выявления потенциальных угроз и разработки мер по их минимизации.

– обеспечение эффективного использования заемных средств путем направления их на приоритетные инвестиционные проекты, которые способствуют экономическому росту и улучшению благосостояния населения.

– диверсификация валютных резервов государства с целью снижения валютного риска и обеспечения финансовой устойчивости в условиях изменчивых мировых рынков.

– обеспечение прозрачности и открытости в управлении государственным долгом, включая регулярное предоставление отчетов и информации о долге, его структуре и условиях обслуживания.

– развитие партнерских отношений с международными финансовыми организациями, такими как международный валютный фонд и всемирный банк, для получения поддержки и консультаций по управлению государственным долгом.

7. Для улучшения инвестиционного климата в Кыргызской Республике можно предложить следующие меры:

– улучшение законодательства и правоприменительной практики для защиты прав инвесторов и обеспечения стабильности правового окружения. упрощение процедур бизнеса: сокращение бюрократических барьеров, ускорение процессов регистрации бизнеса и снижение административных издержек для предпринимателей.

– улучшение доступности финансовых услуг, развитие банковской системы, расширение возможностей для кредитования и инвестирования.

– проведение активной инвестиционной промоции для привлечения иностранных инвесторов, в том числе через создание специальных экономических зон или предоставление льгот.

– развитие образовательных программ и квалификационных курсов в области бизнеса и финансов для повышения квалификации местных кадров и улучшения их конкурентоспособности на рынке труда.

– поддержка инновационных проектов и создание благоприятной среды для развития новых технологий и отраслей, которые могут стать двигателями экономического роста.

– ужесточение мер по противодействию коррупции и повышение прозрачности в государственных и корпоративных структурах для создания условий для честной и конкурентной бизнес-среды.

– продолжение реализации мер по укреплению демократических институтов и поддержке политической стабильности, что способствует повышению доверия инвесторов и уменьшению рисков вложений.

8. Проведенный анализ позволил сделать вывод, что для создания возможностей развития интеграции необходимы гармонизация инфраструктуры рынков и улучшение условий и функционирования. Обеспечение долговой устойчивости и снижение долговой нагрузки требует комплексного подхода, включающего в себя разнообразные стратегии и меры, направленные на сокращение долга, увеличение эффективности финансовых операций и поддержку программ развития с высоким потенциалом для стимулирования экономического роста. Создание условий для интеграции подразумевает, главным образом, гармонизацию законодательства и структуры интегрирующихся фондовых рынков, повышение уровня их развития посредством решения существующих проблем. А это требует наличия четко выстроенной системы взаимодействия регулятивных институтов, создания ясного механизма разработки и внедрения необходимых мер, а также контроля их исполнения.

Стимулировать работу по диверсификации экспортного портфеля, развивая новые рынки и продукты, а также укрепляя партнерские отношения с ключевыми торговыми партнерами, что будет способствовать увеличению поступлений экспортной выручки и сокращению отрицательного сальдо торгового баланса, способствуя стабильности и развитию экономики Кыргызстана.

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННХ ИСТОЧНИКОВ

I. Нормативно-правовые документы

1. Бюджетный кодекс КР от 16 мая 2016 года № 59 [Текст] / Нормат. Акт Кырг. Респ. – 2016.

2. Гражданский Кодекс КР от 8 мая 1996 года № 15[Электронный ресурс]. - Режим доступа: http://cbd.minjust.gov.kg/act/view/ru-ru/4/665?mode=tekst

3. Налоговый кодекс КР от 17 октября 2008 года № 230 [Электронный ресурс]. - Режим доступа: http://cbd.minjust.gov.kg/act/view/ru-ru/202445

4. О банкротстве (несостоятельности) [Электронный ресурс]: Закон КР от 15 октября 1997 года №74. - Режим доступа: http://cbd.minjust.gov.kg/act/view/ru-ru/574

5. О бухгалтерском учете [Электронный ресурс]: Закон КР от 29 апреля 2002 года № 76. – Режим доступа: http://cbd.minjust.gov.kg/act/view/ru-ru/1032/10?mode=tekst

6. Об акционерных обществах [Электронный ресурс]: Закон КР от 27 марта 2003 года № 64. – Режим доступа: https://www.nbkr.kg/index1.jsp?item=47&lang=RUS

7. Об инвестициях в КР [Электронный ресурс]: Закон КР от 27 марта 2003 года № 66.– Режим доступа: http://cbd.minjust.gov.kg/act/view/ru-ru/1190

8. Об инвестиционных фондах [Электронный ресурс]: Закон КР от 26 июля 1999 года № 92. – Режим доступа: https://cbd.minjust.gov.kg/255/edition/938381/ru

9. О рынке ценных бумаг [Электронный ресурс]: Закон КР от 24 июля 2009 года № 251. – Режим доступа: https://cbd.minjust.gov.kg/202677/edition/1223436/ru

10. Национальная стратегия развития КР на 2018- 2040 года [Текст]: Указ Президента КР от 31 октября 2018 года УП № 221 // – Режим доступа: //http://www.gov.kg/?page_id=125892&lang=ru

11. Стратегия управления государственным долгом Кыргызской Республики на 2022-2024 годы (В редакции постановления Кабинета Министров КР от 23 июня 2023 года № 316) [Электронный ресурс]: Приложение к постановлению Кабинета Министров Кыргызской Республики от 1 июля 2022 года № 357.. – Режим доступа: https://cbd.minjust.gov.kg/159314/edition/1277828/ru
12. Концепция региональной политики КР на период 2018-2022 годов [Электронный ресурс]: Постановление Правительства КР от 31 марта 2017 г. №194 – Режим доступа: http://minjust.gov.kg
13. О новой редакции Положения о выпуске, размещении, обращении и погашении нот Национального банка Кыргызской Республики [Электронный ресурс]: постановление Правления Национального банка Кыргызской Республики от 25 апреля 2008 года № 18/4. – Режим доступа: https://cbd.minjust.gov.kg/300795/edition/331015/ru
14. Об утверждении Положения "О выпуске, размещении, обращении и погашении нот Национального банка Кыргызской Республики" [Электронный ресурс]: постановление Правления Национального банка Кыргызской Республики от 28 марта 2013 года № 10/6. – Режим доступа: https://cbd.minjust.gov.kg/302613/edition/405693/ru
15. Положение о выпуске, размещении, обращении и погашении государственных ценных бумаг Кыргызской Республики [Электронный ресурс]: утверждено постановлением Правительства Кыргызской Республики от 2 октября 2008 года № 556. – Режим доступа: https://cbd.minjust.gov.kg/59481/edition/1233146/ru
16. Положение о выпуске, размещении, обращении и погашении нот Национального банка Кыргызской Республики [Электронный ресурс]: утверждено постановлением Правления Национального банка Кыргызской Республики от 28 марта 2013 года № 10/6. – Режим доступа: https://cbd.minjust.gov.kg/302614/edition/1235950/ru

17. Программа развития КР на период 2018-2022 годов «Единство. Доверие. Созидание» [Текст]: постановление ЖК КР от 20 апреля 2018 г. №2377-VI. Нормат. Акт Кырг. Респ.

II. Социально-экономическая литература

18. Абазбекова А.А. Особенности муниципальных ценных бумаг в современных условиях [Текст] / А.А. Абазбекова // Вестник Сибирского института бизнеса и информационных технологий. 2023;12(3).-С.54-60.

19. Абдымаликов К. А. Экономика Кыргызстана (на переходном этапе). 2-е издание, исправленное и дополненное [Текст] / К. А. Абдымаликов. -Бишкек: ОсОО «Бийиктик», 2010.

20. Абдынасыров У.Т. Рынок ценных бумаг Кыргызской Республики и совершенствование государственного регулирования [Текст] / У.Т. Абдынасыров.- Бишкек, 2012.

21. Абдынасыров У.Т. Современные тенденции рынка корпоративных ценных бумаг Кыргызской Республики [Текст] / У.Т. Абдынасыров // Вестник КРСУ, 2017, Том 17, № 11.- С. 8-11.

22. Абдынасыров У.Т. Стратегия и перспективы развития рынка ценных бумаг в Кыргызской Республике [Текст] / У.Т. Абдынасыров. - Бишкек: Академия, 2005.- 262 с.

23. Агапова Т.А. Макроэкономика [Текст] / Т.А. Агапова. – М.: Дело и сервис, 2014. – 512 с.

24. Агарков М.М. Учение о ценных бумагах [Текст] / М.М. Агарков.- М., 1993.

25. Адамова К.Р. Депозитарные операции в кредитной организации: Экономические основы и международный опыт [Текст] /. -М., 2003.

26. Акулова М.Н. Корпоративные облигации как наиболее эффективная форма привлечения инвестиционных ресурсов [Текст] / М.Н. Акулова // Наука и образование сегодня. – 2016. – №9(10). – С. 43-46.

27. Алексеев М.Ю. Рынок ценных бумаг [Текст] / М.Ю. Алексеев. -М., 1992.

28. Алехин Б.И. Рынок ценных бумаг. Введение в фондовые операции [Текст] / Б.И. Алехин. - М., 1991.

29. Алыбаев Ж.Б. Инвестиции в экономику Кыргызской Республики [Текст] / Ж.Б. Алыбаев, А.С. Сарыбаев // МО и Н КР, Институт экономики и финансов – Бишкек, 2012.

30. Алымов А.Ю. Проблемы функционирования и перспективы развития рынка государственных ценных бумаг в Российской Федерации [Текст] / А.Ю. Алымов, И.А. Рыбина // Стратегирование пространственного развития территорий России в новых экономических реалиях : материалы Междунар. науч.-техн. конф. к 50-летию Липецкого филиала Финуниверситета.– Липецк, 2016. – С. 11-16.

31. Андрефф В. Российская приватизация: подходы и последствия [Текст] / В. Андрефф // Вопросы экономики. -2004.- № 6. -С. 41-50.

32. Арзиева А.К., Саякова С.Ш. Рынок ценных бумаг [Текст] / А.К. Арзиева, С.Ш. Саякова.- Бишкек, 2009.

33. Аскарова А.К. Анализ эмиссии ценных бумаг в Кыргызской Республике [Текст] / А.К. Аскарова // Экономические науки, 2016.-С.20-24.

34. Ахмадуллина А.Р. Корпоративные облигации как эффективный финансовый инструмент, используемый компаниями в период экономического кризиса [Текст] / А.Р. Ахмадуллина, К.И. Крюкова // Проект для России: сб. ст. участников VII Междунар. науч. студ. Конгресса.– М., 2016. – С. 107-109.

35. Ашихина М.П. Формирование портфеля акций на российском рынке ценных бумаг [Текст] / М.П. Ашихина, М.А. Сирош, О.В. Гуркин // Актуальные вопросы современной экономики: междунар. науч. электрон. журн. – 2018. – № 5. – С. 340-410.

36. Бадакина А.С. Цифровые инвестиционные сервисы [Текст] /А.С. Бадакина // Финансовая грамотность в условиях цифровой экономики: материалы Межрегион. науч.-практ. конф..- Санкт-Петербург, 2022. – С. 30-31.

37. Базовый курс по рынку ценных бумаг [Текст] / Под. ред. Ломатидзе О.В., Львова М.И., Болотин А.В. и др. – М.: КНОРУС, 2010. – 448 с.

38. Батяева Т.А. Фондовый рынок [Текст] / Т.А. Батяева, И.И. Столяров. - М.: Инфра-М., 2011. – 304 с.
39. Барковский Г.Ф. Исторический опыт осуществления политики приватизации в Российской Федерации:1991-1999 гг.: Дис. ... канд. ист. Наук [Текст] / Г.Ф. Барковский. -М., 2005.
40. Бартенева А.А. Инфраструктура рынка ценных бумаг и проблемы ее функционирования [Текст] / А.А. Бартенева, О.Н. Шишкова // Молодежь и системная модернизация страны: сб. науч. ст. 7-й Междунар. науч. конф. студ. и молодых ученых. – Курск: Ю-ЗГУ, 2022. – С. 72-75.
41. Беденков Д. Инвестиционная привлекательность России: экономический рост и российский фондовый рынок. [Электронный ресурс]. Режим доступа: http://bujet.ru/article/5836.ph (дата обращения 09.03.2024).
42. Бектенова Д.Ч. Финансы, денежное обращение и кредит [Текст] / Д.Ч. Бектенова.- Бишкек, 2009.
43. Бектенова Д.Ч. Финансовые механизмы экономического роста в Кыргызстане [Текст] / Д.Ч. Бектенова // Вестник КРСУ.- 2006. - №6.
44. Белов В. А. Ценные бумаги в коммерческом обороте [Текст] / В. А. Белов. — М.: Издательство Юрайт, 2019. — 306 с.
45. Бердникова Т.Б. Рынок ценных бумаг: прошлое, настоящее, будущее: Монография / Т.Б. Бердникова. - М.: ИНФРА-М, 2013. - 397 с.
46. Блау С.Л. Инвестиционный анализ [Текст] /С.Л. Блау. – Москва : Дашков и К, 2021. – [258] с.
47. Блауг М. Экономическая мысль в ретроспективе / М. Блауг пер. с англ. Изд. 4-е. М., 1994.
48. Бовыкин В.И. Предпринимательство и предприниматели в России от истоков до начала XX в. [Текст] / В.И. Бовыкин.-М., 1997.
49. Богус В.С. Рынок ценных бумаг как фактор экономического роста [Текст] / В.С. Богус М.Г. Чахмахчева, И.А. Дикарева // Colloquium-journal. – 2019. – № 11 (35). – С. 1-3.

50. Боробов В.Н. Проблемы и перспективы развития рынка ценных бумаг в современной российской экономике [Текст] / В.Н. Боробов // Модели и методы повышения эффективности инновационных исследований: сб. ст. Междунар. науч.-практ. конф. – Уфа: OMEGA SCIENCE, 2022. – С. 78-83.

51. Бородкин Л.И. Российский фондовый рынок в начале XX века: факторы курсовой динамики [Текст] / Л.И. Бородкин, А.В. Коновалова. -СПб., 2010.

52. Бороздин П.Ю. Ценные бумаги и фондовый рынок [Текст] / П.Ю. Бороздин. -М., 1994.

53. Бричка Е.И. Профессиональная деятельность на российском рынке ценных бумаг: основные тенденции [Текст] / Е.И. Бричка, И.А. Колесник, Ю.С. Жаркова // Научный вестник: финансы, банки, инвестиции. – 2021. – № 1 (54). – С. 1-8.

54. Большаков С.В. Основы управления финансами [Текст] / С.В. Большаков. –М.: ИД ФКБ –ПРЕСС, 2013.

55. Боровкова, В.А. Рынок ценных бумаг [Текст] /В.А. Боровкова, В.А. Боровкова. - СПб.: Питер, 2012. - 352 с.

56. Брегель Э.Я. Первоначальное накопление капитала [Текст] / Э.Я. Брегель.- М.: ИМО, 1961.- 128 с.

57. Буренин А.Н. Фондовый рынок и производных финансовых инструментов. Серия «Теория и практика финансового рынка [Текст] / А.Н. Буренин.- М.: НТО им. академика С.И. Вавилова, 2012. – 426 с.

58. Буторина О. Закономерности валютно-финансовой интеграции: мировой опыт и СНГ [Текст] / О. Буторина// Деньги и кредит. 2005. № 8. С. 42–50.

59. Буцневич Е.А. Особенности деятельности инвесторов на рынке ценных бумаг в российской экономике [Текст] / Е.А. Буцневич, С.А. Ерошевский // Проблемы совершенствования организации производства и управления промышленными предприятиями: межвуз. сб. науч. тр. – 2017. – № 2 .– С. 69-73.

60. Буянова Е.А. Формирование инвестиционного портфеля на российском рынке акций при помощи непараметрического метода – дерева решений [Текст] / Е.А. Буянова, А.Р. Саркисов // Корпоративные финансы: электрон. журн. – 2016. – Т. 10, № 1 (37). – С. 46-58.

61. Ваганова О.В. Управление инвестиционным портфелем [Текст] / О.В. Ваганова, Н.И. Быканова; Белгор. гос. нац. исслед. ун-т. – Белгород: НИУ «БелГУ», 2017. – 134 с.

62. Ван Хорн Дж. К. Основы управления финансами. М., 1997.

63. Васильева Н. К. Инвестиционная привлекательность сельскохозяйственных организаций: методический подход к анализу финансовой составляющей [Текст] / Н. К. Васильева, О. В. Пехова // Экономический анализ: теория и практика. -М.: Финансспресс, 2013.-№ 41 - С.50-59.

64. Вершинина О.В. Анализ инвестиционной активности физических лиц [Текст] / О.В. Вершинина, Ю.А. Кувшинова, М.С. Иванов // Молодые учёные России: сб. ст. IX Всерос. науч.-практ. конф., Пенза, 7 октября 2021 г. – Пенза: Наука и Просвещение (ИП Гуляев Г.Ю.), 2021. – С. 58-60.

65. Варнакова Е.С. Цифровизация экономики как фактор увеличения притока частных инвестиций на фондовый рынок [Текст] / Е.С. Варнакова // Цифровая экономика и финансы: материалы IV Междунар. науч.-практ. конф.- С.-Петербург, 2021. – С. 166-170.

66. Воловик А.М. Три эпохи биржи в России [Текст] / А.М. Воловик, А.В. Семенков. -М., 1993.

67. Вуколова Е.Г. Проблемы и перспективы развития рынка государственных ценных бумаг России [Текст]/Е.Г. Вуколова, О.А. Письяукова, Т.А. Малявина // Роль инноваций в трансформации современной науки : сб. ст. Междунар. науч.-практ. конф., 5 дек. 2016 г. / отв. ред. А.А. Сукиасян. – Волгоград, 2016. – С. 80-84.

68. Гаврилина Д.Н. Стратегическая оценка эффективности диверсификации отраслевого инвестиционного портфеля [Текст] / Д.Н. Гаврилина, А.С. Огарева // Управленческое консультирование. – 2021. – № 9 (153). – С. 31-44.
69. Гайдар Е.Т. Сочинения в 2-х тт.: Т. 2. Экономические реформы и иерархические структуры. Аномалии экономического роста [Текст] / Е.Т. Гайдар.- М., 1997.
70. Галанов, В.А. Рынок ценных бумаг [Текст] / В.А. Галанов. - М.: НИЦ ИНФРА-М, 2013. - 378 с.
71. Галанов, В.А. Рынок ценных бумаг [Текст] / В.А. Галанов. - М.: ИЦ РИОР, ИНФРА-М, 2011. - 223 с.
72. Галанов В.А. Управление инвестиционным портфелем на основе фундаментального и технического анализа [Текст] / В. А. Галанов, С. Н. Диго ; Рос. экон. ун-т имени Г. В. Плеханова» (ФГБОУ ВО «РЭУ им. Г. В. Плеханова»). – М.: РЭУ им. Г. В. Плеханова, 2020. – 94 с.
73. Герцекович Д.А. Построение, мониторинг и корректировка инвестиционного портфеля [Текст] / Д.А. Герцекович ; Иркутский гос. ун-т, Междунар. ин-т экономики и лингвистики. – Иркутск: ИГУ, 2022.
74. Гильфердинг Р. Финансовый капитал [Текст] / Р. Гильфердинг. - М: Издательство социально-экономической литературы, 1959. -158 с.
75. Годовой отчет Службы регулирования и надзора за финансовым рынком при Министерстве экономики и коммерции Кыргызской Республики за 2022 год.- Бишкек.- 55 с.
76. Голицын Ю.П. Фондовый рынок дореволюционной России: очерки истории [Текст] / Ю.П. Голицын. -М., 2001.
77. Горфилд В.Н. Государственные финансы в системе макроэкономического регулирования [Текст] / В.Н. Горфилд. - М., Финансы и статистика, 2011.
78. Государственные финансы в экономике в Кыргызской Республики [Текст] / А.Сарыбаев.- Бишкек: ИД «Наука образование», Бишкек, 2012.

79. Гудков Ф.А. Инвестиции в ценные бумаги [Текст] / Ф.А. Гудков. - М., 1996.

80. Гусева, И. А. Финансовые рынки и институты [Текст] / И. А. Гусева. — М.: Юрайт, 2019. — 347 с.

81. Гусева, И.А. Рынок ценных бумаг [Текст] / И.А. Гусева. - М.: Экзамен, 2007. - 464 с.

82. Гусейнов К.Б. Проблемы оборота акций на рынке ценных бумаг [Текст] / К.Б. Гусейнов // Наука в XXI веке: инновационный потенциал развития : сб. науч. ст. по материалам IV Междунар. науч.-практ. конф. / отв. ред.: А.Р. Халиков. – Уфа, 2020. – С. 164-168.

83. Дардик В.Б. Фондовый рынок [Текст] / В.Б. Дардик, Н.В. Кондакова. – М.: МГУПБ, 2014. – 164 с.

84. Джолдошева Т. Ю. Интеграционные процессы в финансовом секторе ЕАЭС [Текст] /Т.Ю.Джолдошева, Н.Б. Джолдошев//М. Рыскулбеков атындагы Кыргыз экономикалык университетинин кабарлары. — 2019. — №. 2. — С. 55–58.

85. Джолдошева Т. Ю., Абазбекова А. А. Тенденции развития рынка ценных бумаг в Кыргызской Республике [Текст] / Т.Ю. Джолдошева, А.А. Абазбекова //Известия Иссык–Кульского форума бухгалтеров и аудиторов стран Центральной Азии. — 2019. — №. 4. — С. 38–42.

86. Джон К. Халл Опционы, фьючерсы и другие производные финансовые инструменты [Текст] / К. Халл Джон.- М.: «Вильямс», 2017. — 1056 с.

87. Джумаев Н.Д. Влияние внешнеэкономических связей на формирование экономической структуры [Текст] / Н.Д. Джумаев. – 2011. -150с.

88. Диденко Е.А. Основные проблемы рынка ценных бумаг и направления его совершенствования [Текст] / Е.А. Диденко, Г.Ф. Цалко // Аллея науки : электрон. науч.-практ. журн. – 2020. – Т. 1, № 1. – С. 303-307.

89.Додонов В.Ю. Основные подходы к выбору активов и диверсификации инвестиций на фондовом рынке [Текст]/В.Ю. Додонов // Финансовый менеджмент. – 2003. – № 2.

90.Доклад о состоянии долга СГУ в Кыргызской Республике и предложениях Комиссии по обеспечению долговой устойчивости [Электронный ресурс]: Евразийская экономическая комиссия, 2022. – Режим доступа: https://eec.eaeunion.org/upload/medialibrary/372/Doklad_KR_2021.pdf.

91.Дубянский А.Н. Проблемы диверсификации на финансовых рынках в результате сделок слияний и поглощений [Текст] / А.Н. Дубянский // Экономика и управление. – 2012. – № 8 (82). – С. 25-27.

92.Жуков Е.Ф. Фондовый рынок [Текст] / Е.Ф. Жуков. - М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2012. - 567 с.

93.Жуков П.Е. Модель оценки вероятности дефолта по корпоративным облигациям предприятий торговли [Текст] / П.Е. Жуков, Г.Ю. Путеева // Рос. экон. интернет-журнал. – 2017. – №2. – С. 1-15

94. Жукова Т.В. Структура собственности на финансовом рынке в странах с неоконтинентальной моделью (страны — члены ЕАЭС) [Текст] / Т.В. Жукова // Финансы и кредит. 2015. № 35. С. 3-9.

95. Зиниша О.С. Проблемы и перспективы развития рынка государственных ценных бумаг в России [Текст] / О.С. Зиниша, А.О. Смелик, К.Г. Трусова // Современная экономика: актуальные вопросы, достижения и инновации : сб. ст. XVI Междунар. науч.-практ. конф. : в 2 ч. / отв. ред. Г.Ю. Гуляев. – Пенза, 2018. – Ч. 2. – С. 162-164.

96. Ивасенко А.Г. Рынок ценных бумаг: инструменты и механизмы функционирования [Текст] / А.Г. Ивасенко. – М.: КНОРУС, 2017. – 272 с.

97.Ивасенко А.Г. Фондовый рынок [Текст] / А.Г. Ивасенко, Я.И. Никонова, В.А. Павленко. –М.: КноРус, 2010. – 272 с.

98. Инвестиции [Текст] / под ред. В.В. Ковалёва, В.В. Иванова, В.А. Лялина. – М.: ТК «Велби», 2003. – 440 с.

99. Инвестиции [Текст] / под ред. Г.П. Подшиваленко. – М.: КНОРУС, 2008. – 496 с.

100. Инновационно-технологическое развитие экономики России: проблемы, факторы, стратегия [Текст] / под ред. В.В. Ивантера. - М.: Макс-Пресс, 2005. -

590 с.

101. Инновационный менеджмент: концепции, многоуровневые стратегии и механизмы развития [Текст] / под ред. В.М. Аньшина. – М.: Дело, 2007. – 584 с.

102. Институциональная экономика [Текст] / под рук. акад. Д.С. Львова. – М.: ИНФРА-М, 2001. – 318 с.

103. Итоги заседания Евразийского межправительственного совета 7-8 июня 2023 г. Евразийская экономическая комиссия. URL: https://eec.eaeunion.org/news/itogi-zasedaniya-evraziyskogo-mezhpravitelstvennogo-soveta-7-8-iyunya-2023-g/

104. Каджоян А.Н. Состояние и проблемы функционирования российского рынка ценных бумаг [Текст] / А.Н. Каджоян, Е.Н. Кононова // XVI Королевские чтения: междунар. молодеж. науч. конф., посвященная 60-летию полета в космос Ю.А. Гагарина: сб. материалов. – 2021. – Т. 2. – С. 674-675.

105. Кадыр уулу А., Акунова А. Развитие рынка ценных бумаг в Кыргызстане и проблемы его управления [Текст] / Кадыр уулу А. , А. Акунова // Вестник КНУ.- Бишкек, КНУ им. Ж.Баласагына, 2015.

106. Кандауров Д.В. Развитие методических подходов к оценке эффективности международной диверсификации портфеля паевого инвестиционного фонда [Текст]: автореф. дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 / Д.В. Кандауров.– Екатеринбург, 2020. – 27 с.

107. Капелистая Н.Д. Интеграция фондовых рынков в условиях глобализации мировой [Текст]: диссертация ... кандидата экономических наук: 08.00.14 / Н.Д. Капелистая. – М., 2005. - 171 с.

108. Кара-Мурза С.Г., Батчиков С.А., Глазьев С.Ю. Белая книга. Экономические реформы в России 1991-2001 гг [Текст] / С.Г. Кара-Мурза, С.А. Батчиков, С.Ю. Глазьев. -М., 2003.

109. Касьяненко, Т. Г. Инвестиционный анализ [Текст] / Т. Г. Касьяненко, Г. А. Маховикова. — М.: Издательство Юрайт, 2019. — 560 с.

110. Касьяненко Т. Г. Экономическая оценка инвестиций [Текст] / Т. Г. Касьяненко, Г. А. Маховикова. — М.: Юрайт, 2019. — 559 с.

111. Кашин А.Л. Становление и развитие механизма регулирования рынка ценных бумаг в РФ. [Текст]: Дис. … канд. эконом. наук /А.Л. Кашин. -СПб., 1998.

112. Кейнс Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег [Текст] / Дж. М. Кейнс // Антология экономической классики: в 2 т. М., 1993. Т. 2.

113. Клевченкова М.Н. Международный оборот ценных бумаг: частноправовые аспекты [Текст] / М.Н. Клевченкова // Право. Журнал Высшей школы экономики. 2009. №2. URL: https://cyberleninka.ru/article/n/mezhdunarodnyy-oborot-tsennyh-bumag-chastno-pravovye-aspekty (дата обращения: 24.02.2024).

114. Ключников И.К. Фондовые биржи: вводный курс [Текст] / И.К. Ключников, О.А. Молчанова, О.И. Ключников. – М.: Финансы и статистика, - 2013. – 200 с.

115. Ковалев В.В. Финансовый анализ: Управление капиталом. Выбор инвестиций. Анализ отчетности [Текст] / В.В. Ковалев.- М.-, 1996.

116. Колтынюк Б.А. Фондовый рынок. [Текст] / Б.А. Колтынюк СПб.:Михайлова В.А. – 2018. – 336 с.

117. Кондратов Д.И. Перспективы интеграции кредитно-финансовых систем [Текст] / Д.И. Кондратов // Евразийская экономическая интеграция. 2014. № 2 (23).

118. Коновалова А.В. Нефтяные ценности на Санкт-Петербургской фондовой бирже в 1904-1907 гг. [Текст] / А.В. Коновалова // Экономическая история. Обозрение. М., 2003. С. 103-112.

119. Корчагин Ю.А. Фондовый рынок [Текст] / Ю.А. Корчагин. – Ростов н/Д.: Феникс, 2021. – 496 с.

120. Коробова Г.Г. Банковское дело [Текст] / Г.Г. Коробова. - М.: Юристъ, 2012. - 751с.

121. Коротков А.В. Биржевое дело и биржевой анализ [Текст] / А.В. Коротков. – М.:ЕАОИ, 2011.–176с.
122. Кретова Е.А. Корпоративные облигации как альтернативный источник финансирования предприятия [Текст] / Е.А. Кретова // Науч. исследования. – 2016. – №9(10). – С. 30-34.
123. Криничанский К.В. Фондовый рынок [Текст] / К.В. Криничанский. – М.:Дело и сервис, 2019. –512 с.
124. Кудабаев З.И. Экономическое развитие Кыргызской Республики [Текст] / З.И. Кудабаев.- Бишкек: изд-во Илим, 2006.
125. Кузнецов, Б. Т. Инвестиционный анализ [Текст] / Б. Т. Кузнецов. — 2-е изд., испр. и доп. — М.: Юрайт, 2018. — 361 с.
126. Кузнецов М.В. Овчинников А.С. Перспективы стрипов на российском рынке [Текст] / М.В. Кузнецов // Рынок ценных бумаг. 1997. № 2. С. 11-13.
127. Кузьмина С.С. Проблемы развития рынка ценных бумаг Российской Федерации и механизмы его совершенствования [Текст] / С.С. Кузьмина // Russian Economic Bulletin : электрон. журн. – 2021. – Т. 4, № 3. – С. 297-301.
128. Кулакова Е.В. Возможности и перспективы интеграции ЕАЭС в финансовой сфере [Текст] / Е.В. Кулакова // Мир новой экономики.- № 2.- 2017.- С. 38-45.
129. Леонтьев, В. Е. Инвестиции [Текст] / В. Е. Леонтьев, В. В. Бочаров, Н. П. Радковская. — М.: Издательство Юрайт, 2019. — 455 с.
130. Лужнова Л.А. Состояние и перспективы развития рынка коллективных инвестиций [Текст] / Л.А. Лужнова // Проблемы и перспективы развития инвестиционной деятельности в России : материалы науч.-практ. конф., М., 20 марта 2020 г. – М.: Военный ун-т, 2021. – С. 29-33.
131. Лыжова Т.В. Корпоративные облигации как источник финансирования в России [Текст] / Т.В. Лыжова // Форум молодых ученых. – 2017. – №4(8). – С. 359-363.
132. Лялин В.А. Фондовый рынок [Текст] / В.А. Лялин, П.В. Воробъёв**.** - М.: Проспект, 2011. – 384 с.

133. Майфат А.В. Инвестирование: способы, риски, субъекты [Текст]: монография / А.В. Майфат. – М.: Статут, 2020. – 174 с.
134. Макконнелл Кэмпбелл Р. Экономикс: принципы, проблемы и политика [Текст] / Кэмпбелл Р. Макконнелл.-М.: Инфра-М, 2022.
135. Маренков Н.Л. Ценные бумаги [Текст] / Н.Л. Маренков. – Ростов н/Д.: Феникс, 2013. – 602 с.
136. Маркс К. Капитал т. III, часть 2 [Текст] / К. Маркс.- М: Издательство политической литературы., 1984.С. 449-450.
137. Мартынова О.И. Становление и развитие рынка ценных бумаг в России [Текст]: Дис. … канд. эконом. наук. / О.И. Мартынова.-М., 1996.
138. Марьина А.В. Теоретические основы функционирования российского рынка ценных бумаг и проблемы категоризации инвесторов [Текст] / А.В. Марьина, Д.А. Решетников // Журнал "У". Экономика. Управление. Финансы: электрон. журн. – 2021. – № 2. – С. 19-28.
139. Маховикова Г.А. Фондовый рынок [Текст] / Г.А. Маховикова, А.С. Селищев, С.К. Мирзажанов. – М. Эксмо, 2010. – 208 с.
140. Мелых А.Я. Корпоративные облигации как источник финансирования компании [Текст] / А.Я. Мелых // Вестн. ИЭАУ. – 2016. – №13. – С. 16.
141. Меньшиков И.С. Финансовый анализ ценных бумаг [Текст] / И.С. Меньшиков.- М., 1998.
142. Мерзляков Д. Оценка кредитного риска эмитента облигации [Текст] / Д. Мерзляков // Традиционная и инновационная наука: история, современное состояние, перспективы: сб. ст. Междунар. науч.-практ. конф. – Уфа, 2017. – Ч. 1. – С. 227.
143. Миллер А.Е., Горловская И.Г. Методология исследования услуг на рынке ценных бумаг [Текст] / А.Е. Миллер, И.Г. Горловская // Journal of new economy. 2009. №3 (25). URL: https://cyberleninka.ru/article/n/metodologiya-issledovaniya-uslug-na-rynke-tsennyh-bumag (дата обращения: 16.03.2024).
144. Миль Дж. С. Основы политической экономии [Текст] / Дж. С. Миль.- М.- в 2 т.-1980.

145. Миэринь Л.А. Интеграция России в глобальное инновационное пространство: концептуально- управленческий подход [Текст] / Л.А. Миэринь, Г.Л. Глазман // Теория и практика сервиса: экономика, социальная сфера, технологии. 2015.-№ 1 (23).- С. 10-14.
146. Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок [Текст] / Я.М. Миркин. - М., 1995.
147. Михайлова А.А. Состояние и перспективы развития рынка государственных ценных бумаг в России [Текст] /А.А. Михайлова, П.В. Евсеев // Механизм обеспечения конкурентоспособности и качества экономического роста региона в условиях модернизации экономики : сб. ст. Междунар. науч.-практ. конф.– Уфа, 2018 . – С. 155-157.
148. Михненко Е.В. Проблемы и перспективы российского рынка государственных ценных бумаг [Текст] / Е.В. Михненко // Наука, образование, инновации: апробация результатов исследований : материалы Междунар. (заочной) науч.-практ. конф.– Нефтекамск, 2018. – С. 275-278.
149. Мишарев А.А. Фондовый рынок [Текст] / А.А. Мишарев. – СПб.: Питер, 2012. – 256 с.
150. Мусакожоев Ш.М. Введение в экономику. Основы макроэкономики. Бизнес (микроэкономика [Текст] / Ш.М. Мусакожоев.- Бишкек, 2007- 360 с.
151. Мусакожоев Ш.М. Государственное регулирование национальной экономики (на материалах КР) [Текст] / Ш.М. Мусакожоев, Н.Б. Нарматова.– Бишкек, 2006. – С. 31-32.
152. Мусатов В.Т. Фондовый рынок: инструменты и механизмы [Текст] / В.Т. Мусатов. -М., 1991.
153. Неводова И.А. Рынок государственных ценных бумаг в России: проблемы и перспективы развития [Текст] / И.А. Неводова, А.Э. Каракчиева // Аллея науки. – 2017. – Т. 4, № 10. – С. 93-97.
154. Никитина В.С. Мобильные приложения брокерских компаний как драйвер привлечения клиентов [Текст] / В.С. Никитина // Экономика и

инновации : сб. ст. дипломантов межвуз. науч.-практ. конф., Москва, 12 нояб. 2021. – М., 2022. – С. 105-111.

155. Николаева И.П. Фондовый рынок. М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2014. – 224 с.

156. Никонова И. В. Оценка деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг [Текст] / И. В. Никонова // Инновационное развитие современной науки: проблемы, закономерности, перспективы : сб. ст. VII Междунар. науч.-практ. конф. : в 2 ч. Ч. 2. – Пенза : Наука и просвещение, 2018. – С. 119-121.

157. Общая теория денег и кредита [Текст] / Под ред. Е.Ф.Жукова.-М.,2014.

158. Олькова А.Е. Формирование портфеля ценных бумаг для частного инвестора на основе функции полезности [Текст]: дис. ... канд. экон. наук: 08.00.10 / Олькова А.Е. – М., 2018. – 172 с.

159. Омран, Ш. Оценка волатильности на российском рынке акций: эмпирический анализ [Текст] / Ш. Омран//Банковские услуги. - 2020. - № 6. - С. 21-26. – 0.7 печ. л.

160. Омран, Ш. Аномалии финансового рынка: аргументы против гипотезы эффективного рынка [Текст]/ Ш. Омран// Материалы международной научнопрактической конференции «XXXII Плехановские Чтения» РЭУ им. Г.В. Плеханова. - 2019. – С. 110-114. - 0,23 печ. л.

161. Орлов М.В. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики [Текст] / М.В. Орлов //Деньги и кредит.-2019.

162. Отчет о реализации основных ориентиров макроэкономической политики государств – членов Евразийского экономического союза на 2022 – 2023 годы. -[Электронный ресурс]. – Режим доступа: https://eec.eaeunion.org/upload/medialibrary/631/Otchet-o-realizatsii-Osnovnykh-orientirov-2022_2023.pdf

163. Оценка интеграционных процессов ЕАЭС в сфере торговли: 2023 [Текст] : междунар. докл. к XXIV Ясинской (Апрельской) междунар. науч. конф. по проблемам развития экономики и общества, Москва, 2023 г. / М. К. Глазатова (рук. авт. кол.), С. С. Аветисян, Д. А. Алешин и др. ; Нац. исслед. ун-т «Высшая

школа экономики». — М. : Изд. дом Высшей школы экономики, 2023. — 306 с.

164. Панов Е.В. Некоторые особенности диверсификации для портфелей, включающих акции "второго эшелона" РТС [Текст] / Е.В. Панов // Вестник Московского университета. Серия 6, Экономика. – 2009. – № 2. – С. 15-26.

165. Панова Г.С. Анализ финансового состояния коммерческого банка [Текст] / Г.С. Панова. - М. Финансы и статистика, 2014.

166. Пиримбаев Ж.Ж. Организационные проблемы Евразийского экономического союза [Текст] / Ж.Ж. Пиримбаев, З. Камалов // Материалы Международной конференции по вопросам экономики Евразии. – Ташкент, 2018.

167. Пиримбаев Ж.Ж. К динамичному, устойчивому и стабильному развитию [Текст] / Ж.Ж. Пиримбаев. – Бишкек, 2015.

168. Покровская Н.Н. Рынок государственных ценных бумаг в России: проблемы и перспективы развития [Текст] / Н.Н. Покровская, М.В. Куриленко // Вестник евразийской науки. – 2016. – № 4 (35). – С. 1-9.

169. Попова Т.А. Управление рисками эмитента при IPO [Текст] / Т.А. Попова // Экономическое развитие общества в современных кризисных условиях : сб. ст. Междунар. науч.-практ. конф. – Самара, 2017. – Ч. 2. – С. 254-257.

170. Потемкин А.П. Становление и развитие рынка ценных бумаг России [Текст]: Дис. … канд. эконом. наук / А.П. Потемкин. -М., 1999.

171. Правовое регулирование рынка ценных бумаг [Текст] / А. С. Селивановский ; Нац. исслед. ун-т «Высшая школа экономики». — М. : Изд. дом Высшей школы экономики, 2014. — 580, [4] с.

172. Пятенко С.В. Фондовый рынок для россиян [Текст] / С. Пятенко, Т. Сапрыкина. – Санкт-Петербург: Питер, 2022. – 367 с.

173. Радыгин А.Д. Развитие российского финансового рынка и новые инструменты привлечения инвестиций [Текст] / А.Д. Радыгин. -М., 1998.

174. Редькин Н.М. Оптимизация инвестиционного портфеля на российском фондовом рынке в контексте поведенческой теории [Текст] / Н.М. Редькин // Финансы: теория и практика. – 2019. – Т. 23, № 4 (112). – С. 99-116.

175. Рейхерт Н. В. Деятельность профессиональных участников рынка ценных бумаг в России [Текст] / Н. В. Рейхерт // Упр. экон. системами. – 2017. – № 12 (106). – С. 45.

176. Ри Дон Хи История чековой приватизации в Российской Федерации. 1991-1994 гг. [Текст]: Дис. … канд. ист. наук. / Ри Дон Хи. -М., 2007.

177. Ричард С. Корпоративные облигации [Текст] / С. Ричард, Д. Фрэнк ; пер. А. Шматова. – М.: Альпина Паблишер, 2016. – 442 с.

178. Родионова Н. К. Методологические Основы исследования рынка ценных бумаг [Текст] / Н.К. Родионова, И.С. Кондрашова // Социально-экономические явления и процессы. 2011. №5-6. URL: https://cyberleninka.ru/article/n/metodologicheskie-osnovy-issledovaniya-rynka-tsennyh-bumag (дата обращения: 16.03.2024).

179. Роева Н. Л. Развитие методологии экономико-теоретического исследования рынка ценных бумаг[Текст]: дис. … канд. эконом. наук / Н. Л. Роева/ - Омск, 2001.

180. Романова Д.О. Проблемы и перспективы функционирования рынка ценных бумаг [Текст] / Д.О. Романова, Е.В. Пустынникова // Территория науки. – 2019. – № 1. – С. 64-67.

181. Рубцов Б.Б. Мировые рынки ценных бумаг [Текст] / Б.Б. Рубцов . - М.: Экзамен, 2002.- С.32.

182. Рубцов Б.Б. Современные фондовые рынки [Текст] / Б.Б. Рубцов . - М.: Альпина Бизнес Букс, 2007.

183. Рубцов Б.Б. Фондовый рынок США [Текст] /Б.Б. Рубцов //Портфельный инвестор.- №5, 2008.

184. Рынок ценных бумаг [Текст] / Под ред. Галанова В.А., Басова А.И. - М.: Финансы и статистика. 2018.

185. Рынок ценных бумаг и биржевое дело [Текст] / Под ред. Дегтяревой О.И., Коршунова Н.М., Жукова Е.Ф. - М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2014.
186. Рынок ценных бумаг: шаг в России в информационное общество [Текст] / Под ред. Н.Т. Клещева. -М., 1997.
187. Рябичева О.И. Корпоративные облигации как источник финансирования России [Текст] / О.И. Рябичева // Лучшая студенческая статья 2018 : сб. ст. XIV Междунар. науч.-исслед. конкурса, Пенза, 25 апреля 2018 г. : в 4 ч. – Пенза, 2018. – С. 160-163.
188. Сакс Д. Рыночная экономика и Россия [Текст]: пер. с англ. / Д. Сакс. – М.: Экономика; Лондон: ВВС МРМ, 1994. – 331 с.
189. Сатыбеков Б.Э., Торалиева Ж.Ш. Оценка условий для преобразования финансовой системы Кыргызской Республики в международный финансовый центр [Текст] / Б.Э. Сатыбеков, Ж.Ш. Торалиева.-Бишкек. –НИСИ.- 2014.
190. Саякбаева А.А. Влияние пандемии «COVID-19» на социально-экономическое развитие КР [Текст] / А.А. Саякбаева, Т. Таалайбек // Реформа. II. Международный конгресс экономических и административных наук Кыргызско-Турецком Университете "Манас", 9-11 июня 2021 года, 2021. №3(91).- С. 6-12.
191. Свердлов Е.Б. Количественные оценки инвестиционной привлекательности предприятий и проектов [Текст] / Е.Б. Свердлов // Экономический анализ, 2005. - №11.- С.18-23.
192. Севумян Э.Н. Принципы формирования аллоцированного портфеля ценных бумаг [Текст] / Э.Н. Севумян // Финансовые рынки и банки. – 2021. – № 10. – С. 29-32.
193. Семенкова Е.В. Операции с ценными бумагами[Текст] / Е.В. Семенкова // Институт фин. менеджмента Академии менеджмента и рынка. – М.: ИНФРА – М, 2013.
194. Сердюков Е. Фьючерсы на процентные ставки: новые возможности для участников долгового рынка [Текст] / Е. Сердюков, И. Ефимчук, К. Габриелян // РЦБ. – 2015. - №13, – С.11-17

195. Свиридов О.Ю. Деньги, кредит, банки [Текст] / О.Ю. Свиридов. – Ростов н/Д.: Март, 2014. – 480 с.
196. Смит А. Исследование о природе и причинах богатства народов [Текст] / А. Смит // Антология экономической классики: в 2 т. М., 1993. Т. 1.
197. Современные тенденции фондового рынка России: актуальные проблемы в условиях пандемии коронавируса [Текст] / В.В. Бакшеев, А.В. Нарышева, И.Е. Бурлаков, В.В. Костюрин // Инновации и инвестиции. – 2020. – № 7. – С. 1-4.
198. Соколинская Н.Э. Коммерческие банки на рынке ценных бумаг России: анализ современной практики и перспективы развития [Текст] /Н.Э. Соколинская, А.В. Азьманова // Финансовые рынки и банки. – 2020. – № 3. – С. 1-5.
199. Солдатов Ю.И. Рынок государственных ценных бумаг в России [Текст] / Ю.И. Солдатов // Экономический журнал. – 2014. – № 3 (35). – С. 123-127.
200. Спиридонова А.В. Формирование портфеля ценных бумаг для частного инвестора [Текст] / А.В. Спиридонова, И.А. Рыкова // Экономическая среда. – 2021. – № 3 (37). – С. 40-52.
201. Сребник Б.В. Фондовый рынок [Текст] / Б.В. Сребник. – М.: КноРус, 2011. – 288 с.
202. Стародубцева Е.Б. Фондовый рынок [Текст] / Е.Б. Стародубцева. - М.: ИНФРА-М, 2018. - 176 с.
203. Стиглиц Дж. Неудачи корпоративного управления при переходе к рынку [Текст] / Дж.Стиглиц // Экономическая наука современной России. 2001. № 4. С. 13-24.
204. Страны ЕАЭС фактически перешли на расчеты в нацвалютах, заявил Оверчук. Прайм. URL: https://1prime.ru/Forex/20230524/840672299.html
205. Строганова И.А. Производные ценные бумаги: сущность, виды, классификация [Текст] / И.А. Строганова//Вестник Полоцкого государственного университета. Серия D, Экономические и юридические науки. – 2019. – №13. – С. 77-86.

206. Стулень Н.Ю. Современный российский рынок ценных бумаг: 69 роль в экономике, основные перспективы развития [Текст] / Н.Ю. Стулень, И.А. Дикарева // Экономика и бизнес: теория и практика. – 2019. – № 5-3. – С.1-3.
207. Тарунина Г.А. Фондовый рынок и модернизация российской экономик ного университета. 2012. № 2 (18). С. 11-16
208. Тертышный С.А. Фондовый рынок [Текст] / С.А. Тертышный. – СПб.: Питер, 2010. – 220 с.
209. Тойчубеков Ю.Ж. К вопросу о развитии рынка ценных бумаг Кыргызской Республики [Текст] / Ю.Ж. Тойчубеков // Вопросы экономики. - Бишкек, 2008, январь, стр. 30-44.
210. Тойчубеков Ю.Ж. Роль и задачи финансового рынка в развитии экономики Кыргызской Республики и его особенности [Текст] / Ю.Ж. Тойчубеков // Известия ВУЗов - Бишкек, 2006. - №5, стр.77-82.
211. Тойчубеков Ю.Ж. Государственное регулирование финансового рынка в Кыргызской Республике [Текст] / Ю.Ж. Тойчубеков // Известия ВУЗов - Бишкек, 2006. - №6, стр.292-29..
212. Тойчубеков Ю.Ж. Дальнейшие пути развития рынка ценных бумаг [Текст] / Ю.Ж. Тойчубеков // Вестник КНУ им Ж.Баласагына, серия «Социальные и гуманитарные науки» - Бишкек, 2006. - № 1, стр. 63-68.
213. Толкачёв И.С. Формирование портфеля для активной торговой стратегии на современном российском фондовом рынке [Текст] / И.С. Толкачёв // Риски финансовых рынков: угрозы и методы защиты : материалы круглого стола – научной дискуссии в рамках Всерос. фестиваля науки – 2021 / под ред. И.П. Хоминич. – Москва, 2021. – С. 65-69.
214. Трушкин А. С. Банк – профессиональный участник рынка ценных бумаг [Текст] / // Синергия Наук. – 2017. – № 13. – С. 77-81.
215. Фельдман А.Б. Государственные ценные бумаги [Текст] / . -М., 1995.
216. Финансы Кыргызской Республики [Текст] / С.А.Турсунова, А.Р.Рахматов, Р.Жумашев.- Бишкек, 2006.

217. Флекснер К. Просвещенное общество. Экономика с человеческим лицом [Текст] / К. Флекснер. -М., 1994.
218. Фондовый рынок [Текст] / Под ред. В.А. Галанова, А.И. Басова. – 2-е изд., перераб. И доп.М.: Финансы и статистика, 2018.
219. Фондовый рынок и биржевое дело [Текст] / Под ред. Дегтяревой О.И., Коршунова Н.М., Жукова Е.Ф. - М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2013. - 501 с.
220. Фощан Г.И. Кластерный анализ рынка обыкновенных акций как способ диверсификации инвестиционного портфеля [Текст] / Г.И. Фощан, К.О. Литвинский, А.Б. Китаинов // Экономика: теория и практика. – 2019. – № 3 (55). – С. 38-48.
221. Фридмен М. Методология позитивной экономической науки [Текст] / М. Фридмен. THESIS, 1994. Т. 4.
222. Херрера Й. Экономическая реформа в России, 1991-1998 гг. [Текст] / Й. Херрера // Неприкосновенный запас. 2001. № 2 (6).-С. 26-30.
223. Шевчук Д.А. Фондовый рынок [Текст] / Д.А. Шевчук. – Ростов н/Д.: Феникс, 2011. – 173 с.
224. Шеремет А.Д., Сайфулин Р.С. Методика финансового анализа [Текст] / А.Д. Шеремет, Р.С. Сайфулин.– М., ИНФРА-М., 2013.-376с.
225. Шипова Я.А. Актуальные проблемы функционирования систем инфраструктуры рынка ценных бумаг [Текст] / Я.А. Шипова, Е.С. Клинков // Academy. – 2019. – № 11 (50). – С. 1-4.
226. Шубин К.А. Диверсификация инвестиционного портфеля частного инвестора в РФ [Текст] / К.А. Шубин // Пермский финансовый журнал. – 2014. – № 2 (11). – С. 62-73.
227. Шухрова А. И. Профессиональные участники рынка ценных бумаг [Текст] / А. И. Шухрова // Вестн. науч. конференций. – 2017. – № 7-2 (23). – С. 121-123.
228. Ческидов Б.М. Фондовый рынок и биржевое дело. – М. Эксмо, 2019. – 240 с.

229. Чечин В.В. Инвестиционные предпочтения частных инвесторов как основа принятия решения на рынке ценных бумаг: монография [Текст] / В.В. Чечин, А.В. Новиков; Новосиб. гос. ун-т экономики и управления «НИНХ». – Новосибирск : НГУЭУ, 2019. – 178 с.

230. Чигринская А.П. Интеграция рынков ценных бумаг России и стран СНГ [Текст]: дис. … канд. экон. наук. / А.П. Чигринская. - М., 2011. -С. 113.

231. Чубайс А.Б. Приватизация по-российски [Текст] / А.Б. Чубайс. - М., 1999.

232. Рынок ценных бумаг: учебник для вузов / под общей редакцией Н. И. Берзона. — 6-е изд., перераб. и доп. — М.: Издательство Юрайт, 2025. — 519 с.— ISBN 978-5-534-20549-7. — Текст: электронный // Образовательная платформа Юрайт [сайт]. — URL: https://urait.ru/bcode/558385 (дата обращения: 29.03.2025).

233. Ценные бумаги [Текст] /под ред. В.И. Колесникова, В.С. Торкановского. – М.: Финансы и статистика, 2014.

234. Экономика США [Текст] /под ред. В.Б. Супяна. – Спб.: Питер, 2003.

235. Эсеналиева Э.С. Развитие рынка государственных ценных бумаг в Кыргызской Республике [Текст]/ Э.С. Эсеналиева/ -Бишкек. 2011.

236. Якунина Л.В. Риски облигационного финансирования / Л.В. Якунина, Ю.В. Семернина [Текст] / Л.В. Якунина // Финансовая аналитика: проблемы и решения. – 2012. – № 36 (126). – С. 2-13.

237. Якупов Б.Т. Тенденции и перспективы развития деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг России [Текст] / Б.Т. Якупов // Вестн. соврем. исследований. – 2018. – № 9.2 (24). – С. 154-158.

238. Ярош А.А. Диверсификация портфеля акций как способ управления несистематическими рисками [Текст] / А.А. Ярош // Вектор экономики: электрон. науч. журн. – 2020. – № 9 (51). – С. 1-7.

III. Социально-экономическая литература на иностранном языке

239. Arzybek O. Kozhoshev and others. Issues of the Development of Digital Entrepreneurship in the Regions of Kyrgyzstan. Digital Technologies and

Institutions for Sustainable Development. Part of the Advances in Science, Technology & Innovation book series (ASTI), 2022, pp. 49-154.

240. Chordia, Tarun & Sarkar, Asani & Subrahmanyam, Avanidhar. An Empirical Analysis of Stock and Bond Market Liquidity: Forthcoming in the Review of Financial Studies. Anderson Graduate School of Management, UCLA, University of California at Los Angeles, Anderson Graduate School of Management, 2001.

241. Diego García, Øyvind Norli, Crawling EDGAR, The Spanish Review of Financial Economics, Volume 10, Issue 1, 2012, pp. 1-10.

242. Directive 2002/47/CE du Parlement europeen et du Conseil du 6 juin 2002 concernant les contrats de garantie financiere, J.O.C.E. No. L. 168 du 27 juin 2002. P. 43.

243. Ehrmann Michael, Fratzscher Marcel and Rigobon Roberto. Stocks, bonds, money markets and exchange rates measuring international financial transmission, Working paper series, №.452. European Central Bank. 2005.

244. Florence Guillaume Les titres detenus aupres d'un intermediaire (titres intermedies) en droit Suisse — Aspects de droit materiel et de droit international prive // Revue Européenne de Droit Bancaire et Financier — EUREDIA. 2005. No. 3.

245. Foex B. Transfert et engagement des valeurs mobilieres intermediees en droit Suisse // Journee de droit bancaire et financier. 2003. P. 58—59.

246. Goyenko, Ruslan Y., and Andrey D. Ukhov. "Stock and Bond Market Liquidity: A Long-Run Empirical Analysis." The Journal of Financial and Quantitative Analysis, vol. 44, no. 1, 2009, pp. 189–212.

247. I. Antoniadis, C. Gkasis, A. Sormas, Insider Trading and Stock Market Prices in the Greek Technology Sector, Procedia Economics and Finance, Volume 24, 2015, pp. 60-67.

248. Jérémie Lefebvre, Paolo Mazza, Advance disclosure of insider transactions: Empirical evidence from the Vietnamese stock market, International Review of Law and Economics, Volume 74, 2023, 106137.

249. La loi applicable aux titres intermédiés : l'apport de la Convention de La Haye de décembre 2002 // Revue de Droit Commercial Belge. 2006. No. 1.

250. Omran, S. Semnkova E. Bond Market Efficiency and Volatility: Evidence from Russia/S.Omran, E.Semnkova//Humanities and Social Sciences Reviews. - 2019. - VOL. 7- № 4.

251. Proposition de dispositions-cles pour une future convention sur la loi applicable aux droits reel portent sur des titres intermedies. Prel. Doc. 2001. No. 3. Juillet. P. 3.

252. Quang Khai Nguyen, Van Cuong Dang, Does the financial flexibility prevent stock price crash risk during COVID-19 crisis? Evidence from the Vietnamese stock market, Heliyon, Volume 9, Issue 11, 2023, e22287.

253. Sanggyu Kang, Chune Young Chung, Dong-Soon Kim, The effect of institutional blockholders' short-termism on firm innovation: Evidence from the Korean market, Pacific-Basin Finance Journal, Volume 57, 2019, 101188ю

254. Sayakbaeva A.A., Taalaibek M. Sustainable Development and Engineering Economics: SPbPU Peter the Great, 2022.-Issue: 4 (6).- pp. 63-76.

255. The law applicable to disposition of securities held through indirect holding systems. Report prepared by Christophe Bernasconi First Secretary at the Permanent Bureau. Prel. Doc. 2000. No. 1. November. 82 p.

IV. Статистические сборники

256. Инвестиции в КР Статистический сборник [Текст]. – Бишкек: Нацстатком КР, 2010-2021.-224 с.

257. Малое и среднее предпринимательство в КР 2015-2021: [Текст]: статистический сборник. - Бишкек: Нацстатком Кырг. Респ., 2022 - 212с.

258. Национальные счета КР 2014-2021 [Текст]: статистический сборник. - Бишкек: Нацстатком Кырг. Респ., 2022. – 435 с.

259. Сельское хозяйство КР. Статистический сборник [Текст]. – Бишкек: Нацстатком, 2010-2021. 385с.

260. Финансовая статистика Евразийского экономического союза. Оперативные данные за 2022 год. Статистический сборник; Евразийская экономическая комиссия [Текст]. – М., 2023. – 125 с.

261. Финансы предприятий КР. Статистический сборник [Текст]. – Бишкек: Нацстатком КР, 2010 -2021. – 351 с.

V. Интернет ресурсы

262. http: //www.cbd.minjust.gov.kg - веб-сайт Министерства юстиции КР.

263. https: //www.cisstat.com – веб-сайт Статистического комитета СНГ

264. http://www.eurasiancommission.org/ru/ – веб–сайт Евразийской экономической комиссии.

265. https://fsa.gov.kg - веб-сайт Службы регулирования и надзора за финансовым рынком при Министерстве экономики и коммерции Кыргызской Республики.

266. https://www.fsb-tcfd.org/ - веб-сайт TCFD

267. https: //www.gov.kg – Государственный интернет портал КР.

268. https://www.kse.kg/– веб–сайт Кыргызской фондовой биржи.

269. http://mab.micex.ru. - веб-сайт Международной ассоциации бирж стран СНГ.

270. https://www.minfin.kg- веб–сайт Министерства финансов КР.

271. https: //www.nbkr/kg - веб-сайт Национального банка КР.

272. https: //www.nlkr.gov.kg – веб-сайт Национальной библиотеки КР.

273. https: // www.patent.kg – веб-сайт Государственной службы интеллектуальной собственности инноваций при Правительстве КР.

274. https://sasb.ifrs.org/ - веб-сайт SASB.

275. http://www.stat.kg – веб–сайт Национального статистического комитета КР.

276. https: // www.toktom.kg – Информационный центр «ТОКТОМ» - Законодательство КР.

277. https://unctadstat.unctad.org - веб–сайт ЮНКТАД.