

**МИНИСТЕРСТВО ВЫСШЕГО И СРЕДНЕГО СПЕЦИАЛЬНОГО
ОБРАЗОВАНИЯ РЕСПУБЛИКИ УЗБЕКИСТАН**

ГУЛИСТАНСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ

СОЦИАЛЬНО-ЭКОНОМИЧЕСКИЙ ФАКУЛЬТЕТ

КАФЕДРА “ЭКОНОМИКА”

**Выпускная квалификационная работа Тиллаева Сардора для получения
степени бакалавра по направлению 5340100 – экономика на тему
«ФУНКЦИОНИРОВАНИЕ ПЕРВИЧНОГО И ВТОРИЧНОГО РЫНКА
ЦЕННЫХ БУМАГ В УСЛОВИЯХ МОДЕРНИЗАЦИИ ЭКОНОМИКИ»
(на примере фондовой биржи республики)**

**Научный руководитель:
Старший преподаватель кафедры
«Экономика» Аллаярова М.К.**

СОДЕРЖАНИЕ

ВВЕДЕНИЕ	3
ГЛАВА I. РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ И ЕГО ФУНКЦИИ	7
1.1. Понятие рынка ценных бумаг и ее функции.....	7
1.2. Сущность и виды ценных бумаг.....	12
1.3. Участники рынка ценных бумаг.....	27
ГЛАВА II. ФУНКЦИОНИРОВАНИЕ ПЕРВИЧНОГО И ВТОРИЧНОГО РЫНКОВ ЦЕННЫХ БУМАГ В УСЛОВИЯХ МОДЕРНИЗАЦИИ ЭКОНОМИКИ	24
2.1. Эмиссия ценных бумаг и ее этапы. Андеррайтинг.....	24
2.2. Порядок включения ценных бумаг в рыночный процесс.....	34
2.3. Организация торгов на биржевом и внебиржевом рынках.....	39
ГЛАВА III. СДЕЛКИ И ОПЕРАЦИИ С ЦЕННЫМИ БУМАГАМИ НА РЕСПУБЛИКАНСКОЙ ФОНЖОВОЙ БИРЖЕ «ТОШКЕНТ»	46
3. 1. Биржевой оборот с ценными бумагами	46
3.2. Деятельность РФБ «Тошкент» по сделкам и операциям с ценными бумагами	50
ЗАКЛЮЧЕНИЕ	58
СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ	62-65

ВВЕДЕНИЕ

Актуальность темы исследования. Экономика Республики Узбекистан в современных условиях придает большое значение развитию финансового, и на его базе фондового рынка.

В условиях модернизации экономики роль посредников в процессе мобилизации денежных средств и их эффективного размещения в сфере производства и обмена выполняют финансовые рынки.

Как подчеркивает Президент Республики Узбекистан И.А. Каримов в условиях продолжающегося мирового финансово-экономического кризиса: «Нельзя не отметить продолжающиеся большие спекулятивные игры и опасность раздувания новых «пузырей» на фондовых, сырьевых и финансовых рынках, которые могут привести к новым финансовым обвалам и отвлечению средств от обновления и модернизации реальной экономики»¹.

Остается важнейшей задачей на данном этапе разработка комплекса мер по увеличению уставных капиталов сектора реальной экономики в лице акционерных обществ, по выпуску акций и активного их размещения на фондовых рынках для привлечения свободных денежных средств населения, субъектов предпринимательства и потенциальных инвесторов, включая зарубежных.

В современном понимании рынок ценных бумаг - особая форма оптового рынка, на котором в качестве товаров фигурирует ценная бумага, а также здание, где происходят торги. Особенностью этого регулярно действующего оптового рынка является возможность осуществлять куплю-продажу без наличия ценных бумаг при заключении сделки.

Финансовый рынок в условиях рыночной экономики выполняет роль

¹ Доклад И. А. Каримова на заседании Кабинета Министров, посвященном итогам социально-экономического развития страны в 2013 году и важнейшим приоритетам экономической программы на 2014 год. Народное слова 19 января 2014 г.

посредника в процессе мобилизации денежных средств предприятий, организаций и населения в их эффективном размещении в сферах производства и обмена. Создавая возможность широким слоям общества участвовать в присвоении доходов тех или иных предприятий, финансовые рынки стимулируют деловую активность и облегчают управление национальным богатством. Инструментом, с помощью которого происходит размещение денежных средств предприятий и населения в производстве, является обращение ценных бумаг.

Степень изученности исследования. Для обеспечения финансовой стабилизации экономики страны важную роль играет становление и развитие финансового рынка. Проблемы формирования и развития финансового рынка рассматривается в произведениях Президента Республики Узбекистан Ислама Каримова. Для осуществления в стране функционирования развитого финансового рынка необходимо изучение произведений зарубежных и отечественных авторов таких как Килячков А.А., Никитина Т.В., Сафанова Т.Ю., Ляховский, В. С., Маковецкий, М. Ю., Дегтярева О.И., Жуков Е.Ф., Поляк Г.Б., Бабич А.М., Павлова Л.Н., Бланк И.А., Точилова В.А. ,Ван Херн Дж.К., Юткина Т. Ф.

Целью исследования является раскрытие процесса функционирования первичного и вторичного рынка ценных бумаг в условиях модернизации экономики страны. Необходимостью является раскрытие значение и место ценных бумаг, первичное, вторичное их размещение и влияние на процесс обеспечения экономического роста в реальном секторе экономики.

В соответствии намеченной целью поставлены следующие задачи: раскрыть сущность, задачи и структуру рынка ценных бумаг; объяснить процесс формирования рынка ценных бумаг; изложить функции и виды ценных бумаг; проанализировать функционирование первичного и вторичного рынка ценных бумаг; объяснить эмиссию ценных бумаг и ее этапы; раскрыть сущность андеррайтинга, порядок включения ценных бумаг в рыночный процесс и организация торгов на биржевом и внебиржевом

рынках; проанализировать сделки и операции совершаемые на республиканской фондовой бирже «Тошкент».

Предмет и объект исследования. Предметом исследования являются раскрытие процесса функционирования первичного и вторичного рынка ценных бумаг в условиях модернизации экономики страны. Объектом исследования является деятельность Республиканской Фондовой Биржи «Тошкент» по сделкам и операциям с ценными бумагами.

Теоретической и методологической основой работы явились эмпирический метод и особенности его применения в экономических исследованиях, соответствующие разделы финансы и кредит, труды отечественных и зарубежных специалистов по вопросам формирования и развития финансового рынка, законодательные акты и другие официальные материалы. Также использованы материалы зарубежных ученых и специалистов, статистические данные Республиканской Фондовой Биржи «Тошкент».

Научная новизна работы состоит в обеспечении устойчивого экономического роста в экономике страны за счет развития и совершенствования финансового рынка, первичного и вторичного рынка ценных бумаг, появление совершенно нового класса собственников – акционеров. Развитие финансовых рынков подводит к появлению и активизирует деятельность альтернативных финансовых посредников таких как: финансовые, брокерские и инвестиционные компании. Роль банков выступающих на сегодняшний день практически основными монополистами по кредитованию реального сектора заметно снизится. В силу увеличения предложения на кредитные ресурсы уменьшится нагрузка и давление оказываемые на банки. Думается от этого в выигрыше останутся обе стороны реальный и финансовый сектора.

Теоретическая и практическая значимость. В настоящее время возрастает роль фондовых рынков как альтернативного источника привлечения капиталов и расширения предоставления кредитов для

экономики Узбекистана. За последние годы основными источниками финансирования реального сектора выступали преимущественно иностранные инвестиции, привлеченные под правительственные гарантии государства и директивные кредиты, выдаваемые коммерческими банками также под правительственные гарантии. Непосредственно для деятельности самих коммерческих банков фондовые рынки играют немаловажное значение. Наличие развитого и стабильно функционирующего денежного рынка и рынка капиталов позволят банкам во-первых, поддержать ликвидность при возникновении острой необходимости в денежных средствах по своим обязательствам, во-вторых, в силу сравнительно низкой доли привлеченных ресурсов по депозитным и сберегательным операциям в большинстве мелких и средних коммерческих банков, которые в свою очередь вынуждают эти банки полагаться на межбанковские кредиты, кредиты Центрального Банка и иностранных инвесторов, фондовый рынок мог бы значительно снять нехватку и напряженность в поиске дополнительных источников финансирования.

Объем и структура работы определены целью и задачами исследования, состоит из введения, трех глав, содержащих восьми параграфов и заключения. В первой главе описывается сущность, функции, виды и участники рынка ценных бумаг. Во второй главе раскрывается функционирование первичного и вторичного рынка ценных бумаг в современных условиях. В третьей главе проанализировано современное состояние и развитие финансового рынка в республике Узбекистан. В заключение сделаны выводы и предложения.

ГЛАВА I. РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ И ЕГО ФУНКЦИИ

1.1. Понятие рынка ценных бумаг и ее функции

Рынок ценных бумаг – это часть финансового рынка, другая его часть - рынок банковских ссуд. Банк редко выдает ссуды более чем на год. Выпуская ценные бумаги, можно получить деньги даже на несколько десятилетий или вообще в бессрочное пользование. За этим делением финансового рынка на две части стоит деление капитала на оборотный и основной. (1)

Рынок ценных бумаг дополняет систему банковского кредита и взаимодействует с ней. Банки предоставляют посредникам рынка ценных бумаг ссуды для подписки на ценные бумаги новых выпусков, а те продают банкам крупные блоки ценных бумаг для перепродажи и по другим причинам.

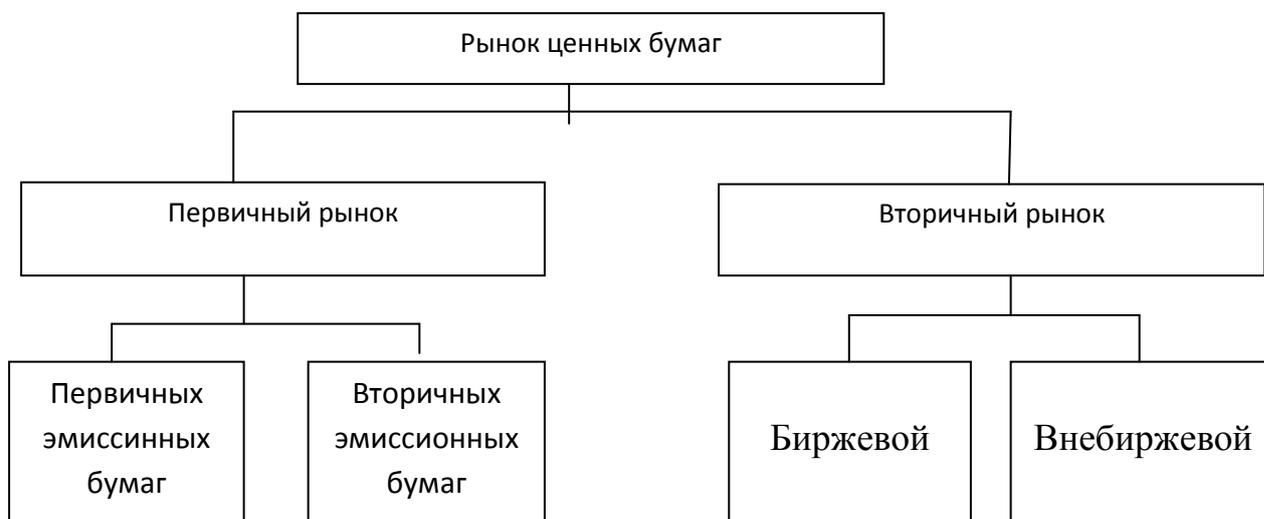


Рисунок 1.1. Структура рынка ценных бумаг

Важной частью рынка ценных бумаг можно считать денежный рынок, на котором обращаются краткосрочные, до года, долговые обязательства, главным образом, казначейские векселя.

Задача рынка ценных бумаг - обеспечить возможно более полный и быстрый перелив сбережений в инвестиции (в финансовые активы) по цене, которая бы устраивала обе стороны. Решение этой задачи невозможно без участия действующих на рынке ценных бумаг посредников - брокеров и дилеров. Брокер покупает и продает ценные бумаги по поручению клиентов, получая за это комиссионные, а дилер еще и покупает ценные бумаги на свое имя и за свой счет, чтобы потом их перепродать.

Рынок ценных бумаг подразделяют на первичный и вторичный рынок. Термин “первичный рынок” относится к продаже новых выпусков ценных бумаг. В результате продажи акций и облигаций на первичном рынке эмитент получает необходимые ему финансовые средства, а бумаги оседают в руках первоначальных покупателей. Вслед за этим, первоначальный инвестор вправе перепродать эти бумаги другим лицам, а те, в свою очередь, свободно перепродавать их следующим вкладчикам. Последующие перепродажи бумаг образуют вторичный рынок, на котором уже не происходит аккумуляции новых финансовых средств для эмитента, а имеет место только перераспределение ресурсов среди последующих инвесторов. Без полноценного вторичного рынка нельзя говорить об эффективном функционировании первичного рынка. Создавая механизм для немедленной перепродажи бумаг, вторичный рынок усиливает к ним доверие со стороны вкладчиков, стимулирует их желание покупать новые фондовые ценности и тем самым способствует более полному аккумуляции ресурсов общества в интересах производства.

При отсутствии вторичного рынка или его слабой организации последующая перепродажа ценных бумаг была бы невозможна или затруднена, что оттолкнуло бы инвесторов от покупки всех или части бумаг. В итоге общество осталось бы в проигрыше, т. к. многие, особенно новейшие предприятия и начинания, не получили бы необходимой поддержки.

В структуре вторичного рынка выделяют биржевой и внебиржевой оборот ценных бумаг. Термин “биржевой оборот” означает куплю-продажу

бумаг на бирже. Внебиржевой оборот означает куплю-продажу бумаг вне стен биржи посредством прямого согласования условий сделки между продавцом и покупателем. На биржу допускаются не все компании, а только те, которые отвечают установленным на бирже правилам. Тот факт, что бумаги какой-либо фирмы котируются на бирже, является для нее престижным. Одновременно биржа следит за своим реноме и не допускает к биржевому обороту бумаги второразрядных компаний. (14)

Каждая биржа устанавливает свои требования к приему ценных бумаг. Поэтому бумаги некоторых компаний могут котироваться на одной и не котироваться на другой бирже. Во внебиржевом обороте котируются бумаги обычно второразрядных компаний; бумаги некоторых фирм могут одновременно обращаться как в биржевом, так и во внебиржевом обороте.

Внебиржевой рынок действует на основе телефона, телекса, компьютерной сети, объединяющих в единый организм проводами связи тысячи инвестиционных фирм. Если биржевой рынок доступен только для солидных корпораций, то внебиржевой - практически любой компании. Для этого необходимо только, чтобы нашлась брокерская фирма, которая согласилась бы поддержать вторичный рынок по данному виду бумаг.

Рынок ценных бумаг является частью финансового рынка и в условиях развитой экономики выполняет ряд важнейших макро- и микроэкономических функций. Можно выделить следующие шесть основных функций рынка ценных бумаг: учетная, контрольная, балансирование спроса и предложения, стимулирующая, перераспределительная, регулирующая.

Во-первых, рынок ценных бумаг исполняет роль регулировщика инвестиционных потоков, обеспечивающего оптимальную для общества структуру использования ресурсов. Именно через рынок ценных бумаг осуществляется основная часть перетока капиталов в отрасли, обеспечивающие наибольшую рентабельность вложений. Курс акций на вторичном рынке, изменяясь под воздействием рыночного спроса и

предложения, определяет цену первичного рынка, который в конечном счете только и важен для производства, так как именно на нем предприятия могут получить средства на развитие.

Во-вторых, рынок ценных бумаг обеспечивает массовый характер инвестиционного процесса, позволяя любым экономическим агентам, имеющим свободные денежные средства, осуществлять инвестиции в производство путем приобретения ценных бумаг. Концентрация оборота ценных бумаг на фондовых биржах позволяет инвестору облегчить процедуру осуществления инвестиций.

В-третьих, рынок ценных бумаг очень чутко реагирует на происходящие и предающиеся изменения в политической, социально-экономической, внешнеэкономической и других сферах жизни общества. В связи с этим обобщающие показатели состояния рынка ценных бумаг являются основными индикаторами, по которым судят о состоянии экономики страны. По более узким выборкам можно проанализировать изменение положения дел в отдельных регионах, отраслях, на конкретных предприятиях.

В-четвертых, с помощью ценных бумаг реализуются принципы демократизма в управлении экономикой на микроуровне, когда решение принимается путем голосования владельцев акций, причем один голос равен одной акции, поэтому чем больше акций, тем большее влияние имеет тот или иной совладелец на принятие управленческих решений.

В-пятых, через покупку-продажу ценных бумаг отдельных предприятий государство реализует свою структурную политику, приобретая акции «нужных» предприятий и совершая таким образом инвестиции в производства, важные с точки зрения развития общества в целом.

В-шестых, рынок ценных бумаг является важным инструментом государственной финансовой политики; основным рычагом, с помощью которого реализуется данная функция, является рынок государственных

ценных бумаг, посредством которого государство воздействует на денежную массу и, следовательно, на расширение или сокращение уровня ВВП.

Как инструмент государственной финансовой политики рынок государственных ценных бумаг выполняет следующие функции:

1) финансирование дефицита бюджетов органов власти разных уровней. В результате выпуска государственных ценных бумаг и реализации их на открытом рынке правительство получает денежные средства, которые направляются на покрытие дефицита государственного бюджета. Это один из главных внутренних источников уменьшения дефицита, не приводящий к инфляционным всплескам, а лишь перераспределяющий свободные финансовые ресурсы от предприятий и населения к государству. (13)

Помимо достигнутой цели у этого способа решения бюджетных проблем есть и существенный отрицательный побочный эффект, касающийся уменьшения производственных инвестиций, что приводит к сокращению валового национального продукта.

2) финансирование конкретных проектов. Обычно к выпуску ценных бумаг под конкретные проекты прибегают муниципальные власти. Выпуская и реализуя ценные бумаги целевого назначения, они привлекают свободные денежные средства общества, которые и направляются на финансирование необходимых проектов;

3) регулирование объема денежной массы, находящейся в обращении. Данная функция обычно реализуется государственными банками. Покупка госбанком государственных ценных бумаг увеличивает объем денежной массы в обращении, а продажа имеющихся государственных бумаг, наоборот, сокращает денежные агрегаты;

4) поддержание ликвидности финансово-кредитной системы. Эта весьма важная функция Центрального банка довольно успешно реализуется через рынок государственных казначейских облигаций. В рамках задачи необходимо, чтобы существовал достаточно емкий и в достаточной мере ликвидный рынок, на котором банки могли бы с прибылью держать часть

активов и иметь возможность легко переводить средства в другие сектора финансового рынка;

5) некоторые другие, вспомогательные функции. Важную роль сыграли государственные ценные бумаги в процессе приватизации.

Таким образом, важной частью рынка ценных бумаг является денежный рынок, на котором обращаются краткосрочные ценные бумаги. Исходя из этого, задачей рынка ценных бумаг является обеспечение полного и быстрого перелива сбережений в инвестиции, т. е. в финансовые активы, которые бы устраивали и инвесторов и эмитентов рынка ценных бумаг.

1.2. Сущность и виды ценных бумаг

Ценная бумага представляет собой денежный документ, свидетельствующий о праве собственности его владельца на определенную сумму денег или конкретные имущественные ценности.

Ценные бумаги - это акции, облигации, векселя и другие удостоверения имущественных прав, обособившиеся от своей основы, признанные в таком качестве законодательством. (3)

Каждому виду имущества могут соответствовать свои ценные бумаги, которые в свою очередь могут являться предметом собственности, покупаться и продаваться, отдаваться в залог и т. д.

Ценные бумаги могут возникать и в виде удостоверений прав на использование рабочей силы, на нематериальные активы.

В качестве ценных бумаг признаются только такие удостоверения прав на ресурсы, которые отвечают следующим фундаментальным требованиям: обращаемость на рынке; доступность для гражданского оборота; стандартность и серийность; документальность; регулируемость и признание государством; ликвидность; рискованность; обязательность исполнения.

Обращаемость - это способность ценных бумаг покупаться и продаваться на рынке. Обращаемость указывает на то, что ценные бумаги

существует только как особый товар, который должен иметь свой рынок с присущей ему организацией, правилами работы на нем. Должны в основной массе принадлежать рынку, быть товарами и те ресурсы, отражением прав, на которые являются ценные бумаги.

Таблица 1.1. Зависимость ресурсов от ценных бумаг

Виды ресурсов	Соответствующие ценные бумаги
Земля	Закладная (ипотечное свидетельство), земельный приватизационный чек (предлагается для введения с целью обслуживания приватизационной земли).
Недвижимость	Акция, закладная, приватизационный чек, жилищный сертификат.
Продукция	Коносамент, обращающееся складское свидетельство, обращающийся товарный фьючерсный контракт, товарный опцион.
Деньги	Акция, облигация, нота, вексель, депозитный или сберегательный сертификат, чек, банковский акцепт и др.

Доступность для гражданского оборота - способность ценных бумаг не только покупаться, но и быть объектом других гражданских отношений, включая все виды сделок.

Стандартность - ценная бумага должна иметь стандартное содержание, то есть, стандартность прав, которые предоставляет ценная бумага, стандартность участников, сроков, мест торговли, правил учета и других условий доступа к указанным правам, стандартных сделок, связанных с передачей ценных бумаг из рук в руки.

Серийность - возможность выпуска ценных бумаг однородными сериями, классами, составляющая элемент такого их качества, как стандартность.

Документальность ценных бумаг - это всегда определенный документ, содержащий предусмотренные законодательством реквизиты.

Отсутствие хотя бы одного из них влечет недействительность ценных бумаг или ее перевод в разряд иных обязательственных документов.

Регулируемость и признание государством - документы, претендующие на статус ценных бумаг, должны быть признаны государством в качестве таковых, что обеспечивает их хорошую регулируемость и доверие публики к ним. Плохо регулируемые и непризнанные государством бумаги не могут претендовать на статус ценных, как бы беспредельна ни была фантазия финансистов, предлагающих публике все новые и новые финансовые продукты и услуги.

Ликвидность - это способность ценных бумаг быть быстро проданной, превратиться в денежные средства без существенных потерь для держателя. Если рынок отказывается признать ее ликвидность, реальность выраженных ее прав, то ценная бумага превращается из товара в ничего не стоящий клочок бумаги.

Рискованность - возможность потерь, связанных с инвестициями в ЦБ и неизбежно им присущие.

Обязательность исполнения - законодательство не допускает отказ от исполнения обязательства, выраженного в ценных бумагах.

Все ценные бумаги можно разделить на две группы - денежные и капитальные ценные бумаги.

Денежные ценные бумаги оформляют заимствование денег - это долговые ценные бумаги. К ним относятся векселя, депозитные и сберегательные сертификаты и др. Доход по этим ценным бумагам носит разовый характер и получается либо за счет покупки их по цене ниже номинальной стоимости, либо за счет получения процентов при их погашении. Денежные ценные бумаги являются краткосрочными.

Капитальные ценные бумаги выпускаются с целью образования или увеличения капитала предприятия, необходимого для развития производства. Капитальные ценные бумаги подразделяются на долевые и долговые ценные

бумаги. К *долевым* ценные бумаги относятся все виды акций, а также инвестиционные сертификаты.

Инвестиционный сертификат подтверждает долю участия в инвестиционном фонде и дает право на получение определенного дохода от ценных бумаг, составляющей этот инвестиционный фонд.

Акция - это бессрочная ценная бумага, свидетельствующая о вкладе в имущество акционерного общества дающая право на получение части дохода, подлежащего разделу в виде дивидендов, а также на участие в управлении предприятием. (17)

Различают привилегированные и простые акции. От обыкновенной акции привилегированная отличается тем, что сумма дивидендов по ней фиксирована, заранее оговорена и составляет определенный процент от номинальной стоимости акции. Величина дивиденда по обыкновенным акциям не фиксирована, она зависит от полученной прибыли и решения собрания акционеров по выделению доли средств на выплату дивидендов.

К *долговым* ценным бумагам относятся все виды облигаций, закладные, депозитные и сберегательные сертификаты. Долговые ценные бумаги удостоверяют отношения займа. Они могут быть как краткосрочными, так и долгосрочными. По истечении определенного срока заемщик должен вернуть обозначенную на облигации сумму. Доход по этим ценным бумагам может быть как регулярным, так и разовым.

Облигации могут выпускаться государством, а также частными компаниями с целью привлечения заемного капитала. Выпускаются они обычно под залог определенного имущества. Облигации, обеспеченные закладной, дают их держателям дополнительную гарантию по потере своих средств, поскольку закладная дает право держателю облигаций продавать заложенное имущество в случае, если предприятие не в состоянии осуществить надлежащие платежи. Однако существуют и беззакладные облигации, представляющие собой долговые обязательства, основанные лишь на доверии к кредитоспособности предприятия, но не обеспеченные

каким-либо имуществом. Выпускают такие облигации предприятия с устойчивым финансовым положением.

Депозитный или сберегательный сертификат - это письменное свидетельство банка - эмитента о вкладе денежных средств, удостоверяющее право вкладчика или его правопреемника на получение по истечении установленного срока суммы вклада и процентов по нему. Депозитные сертификаты выдаются юридическим лицам, сберегательные - физическим.

Все ценные бумаги делятся на именные и не именные. Движение каждой именной ценной бумаги, любые операции с ней строго фиксируются в книге регистрации, которая ведется эмитентом.

Вексель - это разновидность письменного долгового обязательства векселедателя безоговорочно уплатить в определенном месте сумму денег, указанную в векселе, владельцу векселя при наступлении срока выполнения обязательства или по его предъявлению.

Существует также целый ряд вторичных ЦБ, закрепляющих права и обязанности эмитента и инвестора по совершению определенных операций с ЦБ. К таким ЦБ относятся опционы, фьючерсы, права, ордера и др.

Опцион - это краткосрочная ценная бумага, дающая право ее владельцу купить или продать другую ценную бумагу в течение определенного периода по определенной цене контрагенту, который за денежную премию принимает на себя обязательство реализовать это право.

Финансовые фьючерсы - стандартные краткосрочные контракты на покупку или продажу определенной ценной бумаги по определенной цене на определенную будущую дату. Если владелец опциона может отказаться от реализации своего права, потеряв при этом денежную премию, которую он выплатил контрагенту, то фьючерсная сделка является обязательной для последующего исполнения.

Варранты - это ценная бумага, выражающие льготное право на покупку акций эмитентов течение определенного периода по определенной цене.

Основные цели деятельности банков на рынке ценных бумаг следующие:

- привлечение дополнительных денежных ресурсов для традиционной расчетной и кредитной деятельности на основе эмиссии ценных бумаг;
- получение прибыли от собственных инвестиций в ценные бумаги;
- расширение сферы влияния банка и привлечение новой клиентуры за счет участия в капиталах предприятий и организаций, учреждения подконтрольных финансовых структур;
- поддержание необходимого запаса ликвидности. (22)

Таким образом, выбор конкретных видов операций зависит от типа политики на рынке ценных бумаг, которую выбирает для себя банк. При этом важно иметь в виду по возможности полный перечень видов операций и сделок, из которых состоит фондовая деятельность, чтобы обоснованно определить свои приоритеты на данном рынке.

1.3. Участники рынка ценных бумаг

Функционирование рынка ценных бумаг невозможно без профессионалов, обслуживающих его и решающих возникающие задачи.

Инвестиционные институты – это профессиональные участники рынка ценных бумаг, осуществляющие свою деятельность с ценными бумагами, как основную. Указание на основной вид деятельности должно быть обязательно отражено в уставе юридического лица, являющегося инвестиционным институтом. (20)

Основными профессионалами рынка ценных бумаг являются:

- **брокеры** (посредники при заключении сделок, сами в них не участвующие);

- **дилеры** (посредники, участвующие в сделках своим капиталом); управляющие (лица, распоряжающиеся переданными им на доверительное управление ценными бумагами);

- **клиринги** (организации, занимающиеся определением взаимных обязательств);

- **депозитарии** (оказывают услуги по хранению ценных бумаг); регистраторы (ведут реестры ценных бумаг);

- **дэббэры** (специалисты на конъюнктуре рынка ценных бумаг).

Брокеры совершают гражданско-правовые сделки с ценными бумагами в качестве поверенных или комиссионеров, действующих на основании договоров поручения или комиссии, а также доверенностей на совершение таких сделок.

Брокер и клиент свои отношения строят на договорной основе. При этом могут использоваться как договор поручения, так и договор комиссии. Если заключен договор поручения, то это означает, что брокер будет выступать от имени клиента и за счет клиента, то есть стороной по заключенным сделкам является клиент, и он несет ответственность за исполнение сделки.

Основной доход брокер получает за счет комиссионных, взимаемых от суммы сделки. Поэтому задача брокера заключается в том, чтобы иметь клиентов, среди которых были бы как поставщики ценных бумаг, так и их покупатели, владельцы временно свободных денежных средств.

Правила, которыми руководствуется брокер, совершая свои операции:

- клиент заключает с брокерской фирмой договор, в котором оговариваются все виды поручений, в том числе, где купить ценные бумаги (на фондовой бирже или на внебиржевом рынке);

- брокер действует в пределах определенной ему клиентом суммы, сохраняя обычно за собой право выбора ценных бумаг в соответствии с полученной им установкой;

- клиент может дать брокеру приказ прекратить все порученные ему сделки;
- выполнив поручение, брокер обязан в оговоренный в договоре срок известить об этом клиента и перечислить ему средства, полученные от продажи ценных бумаг (за вычетом комиссионных);
- сделка должна быть зарегистрирована брокером в особой книге, и клиент вправе потребовать из нее выписку.

Отношения между брокерской фирмой и клиентом предполагают взаимодействие сторон через лиц, несущих ответственность за совершение сделки. Все соглашения, даже если они первоначально были заключены устно, составляются по форме в письменном виде и имеют законную силу. Принимая поручения от своих клиентов, брокерская фирма нуждается в определенных гарантиях, особенно если клиент выступает как покупатель. Для гарантии могут быть использованы: вексель на всю сумму сделки; залог в размере 25-100 % сделки, внесенный на счет брокера; текущий счет, открытый для брокера; страховой полис, предоставленный брокеру. Брокерская фирма должна информировать своего клиента о тех гарантиях, которые дает его контрагент. Вместе с тем не исключено, что брокерская фирма осуществляет операции за свой счет, предоставляя клиенту кредит, и берет на себя весь риск, связанный с совершаемыми при ее участии сделками. В этом случае ее доход включает не только комиссионные, процент за кредит, но и плату за риск. Впрочем, в этом случае брокерская фирма выходит за рамки чисто посреднических функций и приближается по характеру своей деятельности к дилерским фирмам. (23)

Дилеры совершают сделки купли-продажи ценных бумаг от своего имени и за свой счет путем публичного объявления цен покупки и (или) продажи определенных ценных бумаг с обязательством покупки и (или) продажи этих бумаг по объявленным ценам, осуществляющим такую деятельность, лицом. Доход дилера состоит из разницы цен продажи и покупки. Дилеров, специализирующихся на операциях с ценными бумагами,

называют дилерами с ограниченной ответственностью: их риск в процессе купли-продажи бумаг меньше, чем у эмитентов и инвесторов.

Дилеры на рынке ценных бумаг выполняют следующие основные функции: обеспечивают информацию о выпуске ценных бумаг, их курсах и качестве; действуют как агенты, выполняющие поручения клиентов; следят за состоянием рынка ценных бумаг; в случаях, когда снижается активность купли-продажи (в результате недостатка продавцов или покупателей), дилеры за свой счет совершают необходимые операции, чтобы выровнять курс ценных бумаг; дают импульс развитию рынка ценных бумаг, сводя покупателей и продавцов (действуют как катализаторы рынка).

Действия дилеров на рынке ценных бумаг отличаются большей масштабностью, чем действия брокеров. Дилерские фирмы владеют большими капиталами, которые они наращивают за счет получаемых комиссионных и прибыли на инвестируемый капитал. Дилерские фирмы еще в большей степени, чем брокерские, должны принимать участие в деятельности своих профессиональных ассоциаций и быть подключены к национальным и международным информационным системам.

Джобберы нужны не только для того, чтобы правильно оценить инвестиционные качества уже выпущенных ценных бумаг, но и для того, чтобы помочь эмитентам осуществлять их новые выпуски. Они не только дают разовые консультации, но и решают сложные проблемы рынка ценных бумаг (делают прогнозы изменения курсов акций, определяют перспективы развития отдельных отраслей экономики, анализируют налоговую политику). Для этого они создают временные исследовательские коллективы из числа экономистов, банковских работников и других специалистов.

Инвестиционной компанией является юридическое лицо, осуществляющее выпуск ценных бумаг, вложение средств в ценные бумаги, куплю-продажу ценных бумаг от своего имени и за свой счет. Инвестиционные компании формируют свои ресурсы за счет средств учредителей а, также реинвестированных собственных средств и

осуществляют эмиссию собственных ценных бумаг, реализуемых юридическим и физическим лицам.

Инвестиционные фонды – это организации, аккумулирующие средства физических и юридических лиц с последующим размещением их от имени фонда в ценные бумаги, на банковские счета и во вклады для получения прибыли, снижения риска акционеров. Учредителями инвестиционных фондов могут выступать юридические и физические лица, причем их количество не должно быть менее двух. Уставной фонд инвестиционного фонда должен составлять не менее 200 минимальных размеров оплаты труда. (20)

Расчетно-клиринговая организация (РКО) - инвестиционный институт, осуществляющий расчетно-клиринговые операции по сделкам с ценными бумагами. Клиринг - деятельность по определению, уточнению и зачету взаимных обязательств, предусматривающая осуществление операций по сборке, сверке, корректировке информации по сделке и подготовке бухгалтерских документов для исполнения сделок с ценными бумагами.

В Узбекистане расчетно-клиринговые организации могут создаваться в любой организационно-правовой форме. Инвестиционные институты, осуществляющие расчетно-клиринговую деятельность, не имеют права совмещать ее с какими-либо другими видами профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, кроме деятельности в качестве номинального держателя ценных бумаг.

Расчетно-клиринговые организации осуществляют расчетно-клиринговую деятельность, которая, в частности, включает:

- проведение расчетных операций между членами расчетно-клиринговой организации (а в ряде случаев – и другими участниками фондового рынка);
- осуществление зачета взаимных требований между участниками расчетов, или осуществление клиринга;

- сбор, сверку и корректировку информации по сделкам, совершенным на рынках, которые обслуживаются данной организацией;
- разработку расписания расчетов, т.е. установление строгих сроков, в течение которых денежные средства и соответствующая им информация и документация должны поступать в расчетно-клиринговую организацию;
- контроль за перемещением ценных бумаг (или других активов, лежащих в основе биржевых сделок) в результате исполнения контрактов;
- гарантирование исполнения заключенных на бирже контрактов (сделок);
- бухгалтерское и документальное оформление произведенных расчетов; другую деятельность.

Депозитарием называются организации, которые оказывают услуги по хранению сертификатов ценных бумаг и/или учету прав собственности на ценные бумаги, т. е. депозитарий ведет счета, на которых учитываются ценные бумаги, переданные ему клиентами на хранение, а также непосредственно хранит сертификаты этих ценных бумаг. Депозитарием может быть только юридическое лицо. Лицо, пользующееся услугами депозитария по хранению ценных бумаг и/или учету прав на ценные бумаги, именуется депонентом. В процессе депозитарной деятельности между депозитарием и депонентом, заключается договор, регулирующий их отношения (такой договор называют депозитарным договором, или договором счета депо). Депозитарный договор должен быть заключен в письменной форме. Депозитарий несет гражданско-правовую ответственность за сохранность депонированных у него сертификатов ценных бумаг. На ценные бумаги депонентов не может быть обращено взыскание по обязательствам депозитария.

Обязанности депозитария включают в себя: регистрацию фактов обременения ценных бумаг депонента обязательствами; ведение отдельного от других счета депо депонента с указанием даты и основания каждой операции по счету; передачу депоненту всей информации о ценных бумагах,

полученной депозитарием от эмитента или держателя реестра владельцев ценных бумаг.

В депозитарии можно хранить ценные бумаги двумя способами: в открытом (коллективном) и закрытом (обособленном) видах. При открытом хранении сертификаты всех ценных бумаг одного выпуска хранятся «в одной куче». При закрытом хранении депозитарию известно, какие именно ценные бумаги принадлежат данному депоненту. При таком способе хранения поручения от депонента принимаются с указанием индивидуальных признаков ценных бумаг или удостоверяющих их сертификатов. Открытый способ хранения значительно технологичней и проще и именно его следует рекомендовать для организации хранения эмиссионных ценных бумаг, когда потребительские свойства разных ценных бумаг одного выпуска не отличаются друг от друга. Именно открытый способ хранения позволяет наиболее эффективно организовывать безналичные расчеты на организованных рынках. (24)

Закрытый способ хранения рекомендуется использовать в особых случаях, когда свойства ценных бумаг одного и того же выпуска могут быть различными. Например, мы можем неодобрительно относиться к лотерейным розыгрышам по принадлежащим владельцам акциям, но если нам приходится учитывать ценные бумаги такого выпуска в депозитарии, то мы вынуждены организовать их закрытое хранение.

Таким образом, участниками рынка ценных бумаг являются, в первую очередь, эмитенты и инвесторы, а также лица, осуществляющие посредническую деятельность - финансовые брокеры, дилеры, инвестиционные фонды, компании и другие институты, обслуживающие рынок ценных бумаг. Расчетно-клиринговая организация (РКО) - инвестиционный институт, осуществляющий расчетно-клиринговые операции по сделкам с ценными бумагами.

ГЛАВА II. ФУНКЦИОНИРОВАНИЕ ПЕРВИЧНОГО И ВТОРИЧНОГО РЫНКОВ ЦЕННЫХ БУМАГ В УСЛОВИЯХ МОДЕРНИЗАЦИИ ЭКОНОМИКИ

2.1. Эмиссия ценных бумаг и ее этапы. Андеррайтинг

Эмиссия непосредственно связана с циклом жизни конкретных ценных бумаг. Цикл жизни ценных бумаг состоит из следующих фаз:

- конструирование нового выпуска ценных бумаг;
- первичное размещение ценных бумаг;
- обращение, то есть, купля- продажа ценных бумаг;
- погашение, то есть, выкуп долговых ценных бумаг.

Рассмотрим процедуру эмиссии корпоративных ценных бумаг, т. е. их первоначального размещения на рынке ценных бумаг или поступления в обращение.

Эмиссия ценных бумаг – выпуск в обращение акций облигаций и других финансовых инструментов, осуществляемый акционерными обществами в процессе их учреждения, а также при увеличении их уставного капитала или привлечении дополнительных финансовых ресурсов. (12)

Первичная эмиссия ценных бумаг это – продажа ценных бумаг эмитентами их первым владельцам – инвесторам.

Первичная эмиссия ценных бумаг осуществляется при учреждении акционерного общества и при увеличении размеров его уставного капитала путем выпуска акций. При финансировании заемного капитала она происходит путем выпуска долговых ценных бумаг, то есть, облигаций.

Первичная эмиссия ценных бумаг осуществляется в форме:

- открытого размещения ценных бумаг среди потенциально неограниченного круга инвесторов с публичным объявлением о выпуске ценных бумаг проведением рекламной кампании и регистрацией проспекта эмиссии;

- закрытого размещения – без публичного объявления, без проведения рекламной кампании, публикации и регистрации, проспекта эмиссии среди заранее известного ограниченного круга инвесторов.

К достоинствам публичного размещения акций можно отнести:

- возможность повысить ликвидность ценных бумаг компании. Держатели публичного обращающихся акций встречаются с меньшими трудностями при их продаже, чем учредители закрытого акционерного общества при выходе из него;

- более широкое привлечение новых денежных ресурсов. Возможности закрытого акционерного общества в заимствовании средств на денежном рынке и привлечении капиталов своих участников, как правило, ограничены. Публичное размещение акций дает большие возможности для финансирования крупных проектов;

- использований рыночной оценки стоимости активов компаний.

К недостаткам публичного размещения акций можно отнести:

- возрастание издержек по обслуживанию корпоративного капитала. Так, открытое акционерное общество должно нести издержки по составлению ежеквартальных и годовых отчетов о своей деятельности, которые оно обязано рассылать своим акционерам. Подобного рода издержки могут быть обременительны для относительно небольших компаний;

- поддержание компанией курса своих акций на вторичном рынке и определенные затраты, связанные с этим;

- вынужденное раскрытие части конфиденциальной информации о деятельности акционерного общества, что в ряде случаев учредителям кампании невыгодно;

- сужение возможностей учредителей и персонала устанавливать себе высокие оклады и дивиденды, извлекать различные выгоды из своей деятельности в компании, так как усиливается роль общественного контроля;

- низкую эффективность для относительно небольших компаний, поскольку их бумаги покупаются и продаются нерегулярно из-за их

невысокой ликвидности, а рыночные цены на них не всегда соответствуют реальному потенциалу компании;

- потерю контроля за собственностью, так как способствует ее размыванию и может привести к полному или частичному переходу контроля за компанией к другим лицам.

Можно выделить два основных вида эмиссии акций:

- эмиссия акций в процессе учреждения акционерного общества – учредительная эмиссия;

- эмиссия ценных бумаг для осуществлений финансирования инвестиционной и расширения производственно-хозяйственной деятельности акционерного общества.

Процесс учредительства акционерного общества складывается из двух основных процессов: финансирования организуемого акционерного общества и эмиссии его акций. В зависимости от того, как организованы и реализуются эти процессы, в мировой практике принято различать единовременное и постепенное учредительство, то есть, симультанное и суксесивное.

Финансированием акционерного общества называется операция предоставления учреждаемому обществу капитала для оплаты номинала акций. Если финансирование для учредителя есть вложение денежного капитала в акции, то эмиссия представляет обратный процесс - извлечение вложенного в ценные бумаги капитала путем их публичной распродажи. (16)

Таким образом, кругооборот капитала в процессе учредительства протекает в единстве двух процессов: финансирования акционерного общества и эмиссии акций.

Процедура первичной эмиссии ценных бумаг включает следующие этапы:

1. В случае публичного размещения ценных бумаг:

- принятие эмитентом решения о выпуске ценных бумаг;
- подготовка и утверждение проспекта эмиссии ценных бумаг эмитентом в соответствии с перечнем данных и сведений, утвержденных

соответствующими нормативными актами;

- государственная регистрация выпуска ценных бумаг и проспекта эмиссии на основании представленных нотариально заверенных копий учредительных документов и проспекта эмиссии;
- раскрытие информации проспекта эмиссии (например, публикация сообщения в средствах массовой информации о подписке на ценные бумаги);
- изготовление сертификатов ценных бумаг;
- размещение ценных бумаг на фондовом рынке;
- регистрация отчета об итогах выпуска и его публикация.

2. В случае закрытого размещения ценных бумаг:

- принятие эмитентом решения о выпуске ценных бумаг;
- регистрация ценных бумаг на основании нотариально заверенных копий учредительных документов и информации;
- размещения ценных бумаг среди ограниченного круга лиц;
- регистрация отчета об итогах выпуска.

Таким образом, процесс эмиссионной деятельности складывается из нескольких ключевых этапов, и **первым** из них можно считать **подготовительный этап**, который связан с проведением обширного круга достаточно разнообразных работ и мероприятий. В процессе учреждения акционерного общества и подготовки учредительной эмиссии должен быть, прежде всего, решен вопрос о целесообразности создания новой хозяйственной структуры. Необходимо произвести расчеты и анализ, убедительно доказывающие, что создание нового акционерного общества позволит более эффективно организовать производственные и хозяйственные процессы и что вновь создаваемое акционерное общество будет конкурентоспособно на рынке выпускаемой им продукции.

При повторном выпуске ценных бумаг средства от которого используются для финансирования инвестиционной деятельности, необходимо решить вопрос о выборе наиболее эффективных источников и механизмов финансирования и кредитования инвестиционной и

производственно-хозяйственной деятельности, решить, что выгоднее осуществить эмиссию акций, выпуск облигаций, получить ссуду в банке или же привлечь денежные средства под векселя акционерного общества.

Предприятия, планирующие проведение новой эмиссии должны определить: объем эмиссии; условия размещения ценных бумаг; эмиссионную цену размещаемых на рынке бумаг.

При принятии решения об осуществлении эмиссии ценных бумаг предпринимаются следующие шаги:

- выбирается тип выпускаемых ценных бумаг. При этом учитываются: стабильность выручки перспективы на будущее, потребность корпорации в заемных средствах, состояние рынка и т. д.

- конструируется выпуск ценных бумаг, обосновывается масштаб и момент выпуска ценных бумаг, определяются денежные средства, необходимые для публичного выпуска акций. (18)

В случае осуществления первого публичного размещения акций или повторного их выпуска при условии, что данные ценные бумаги не обращаются на вторичном рынке, т. е. отсутствует рыночная цена данного финансового инструмента, необходимо произвести оценку их стоимости.

В процессе подготовительной работы должны быть составлены два очень важных документа: бизнес-план и проспект эмиссии ценных бумаг.

Разработка проспекта эмиссии ценных бумаг является вторым этапом. Особое значение этот документ имеет при создании нового акционерного общества или при дополнительном выпуске ценных бумаг. Нормативные документы устанавливают определенные требования к проспекту эмиссии. В частности, установлено, что он должен содержать три группы информации:

- 1) основные данные об эмитенте;
- 2) сведения, характеризующие его финансовое положение;
- 3) характеристику выпускаемых ценных бумаг.

Третьим этапом эмиссии ценных бумаг является регистрация их выпуска.

Регистрацию выпуска ценных бумаг производит Центральный банк в случае эмиссии ценных бумаг банками и иными кредитными учреждениями независимо от суммы эмиссии.

Органы, осуществляющие регистрацию, сообщают Министерству финансов о зарегистрированных выпусках ценных бумаг один раз в полугодие.

Регистрация акций акционерного общества, выпущенных при его утверждении, осуществляется на основании представляемых:

- нотариально заверенных копий учредительных документов;
- решения общего собрания акционеров о выпуске ценных бумаг с указанием условий выпуска и, конкретно, о направлении средств, мобилизуемых в результате эмиссии, перечня инвесторов с указанием количества приобретаемых ими ценных бумаг и отражением того факта, что инвесторы знакомы с условиями обращения ценных бумаг и целями инвестирования.

Для регистрации повторного выпуска ценных бумаг необходимы:

- заявление на проведение регистрации;
- решение о выпуске ценных бумаг;
- нотариально заверенные копии учредительных документов;
- проспект эмиссий в двух экземплярах;
- копия платежного поручения об оплате налога на операции с ценными бумагами 0,8% суммы эмиссии.

Регистрирующий орган при отсутствии претензий к представленным документам выдает эмитенту:

- экземпляр зарегистрированного заявления о регистрации;
- письмо, подтверждающее акт государственной регистрации ценных бумаг.

В письме должны быть указаны:

- объем зарегистрированного выпуска акций, их количество и характеристика;

- дата и код государственной регистрации.

Эмитент получает на руки один экземпляр проспекта эмиссии, прошнурованного и скрепленного печатью регистрирующего органа со штампом «ЗАРЕГИСТРИРОВАНО».

Четвертый этап эмиссии состоит в том, что после регистрации ценных бумаг эмитент публикует проспекты в количестве, достаточном для информирования всех потенциальных покупателей ценных бумаг данного выпуска. Эмитент должен обеспечивать полную и равную информированность всех потенциальных покупателей ценных бумаг данного выпуска.

Пятый этап - это реализация ценных бумаг, то есть. продажа первым покупателям. Ее может проводить либо сам эмитент, либо привлеченный профессиональный участник рынка ценных бумаг - андеррайтер.

Заключительным этапом эмиссии ценных бумаг является отчетность об итогах выпуска. При этом следует иметь в виду, то эмитент должен составить два вида отчета: один для акционеров, а другой для государственных органов, на которые возложена проверка отдельных сторон его деятельности. Перед акционерами эмитент отчитывается на ежегодном собрании, а перед государственными органами - в течение срока размещения ценных бумаг, а также после его окончания.

Коммерческие банки осуществляют эмиссионную деятельность. За счет собственного капитала и резервов банки покрываются 10-20 % общей потребности в средствах, тогда как у нефинансовых корпораций это соотношение составляет 40-50 %

Прежде чем принимать решение о выпуске ценных бумаг, целесообразно тщательно проработать:

- цель проводимого выпуска ценных бумаг;
- форму выпускаемых ценных бумаг в документарной и бездокументарной.

Цель выпуска ценных бумаг может быть:

- учредительство - создание нового коммерческого банка или преобразование паевого банка в акционерный, то есть, осуществление первой, учредительной эмиссии акций;
- увеличение акционерного капитала банка путем выпуска и размещения на открытом рынке последующих эмиссий акций;
- формирование заемного капитала путем выпуска облигаций и выпуска неземиссионных ценных бумаг,
- финансовое управление - совершенствование схем платежей, оптимизация финансовых потоков.

Эмиссионная деятельность банков направлена на привлечение финансовых ресурсов и поэтому вполне обоснованно может идти речь о цене их привлечения. Цена привлечения финансовых ресурсов сравнивается с эффективностью их размещения и рассматривается механизм поддержания их ликвидности. Финансовое положение банка, в основном, определяется величиной маржи - разницей между ценой привлечения и размещения ресурсов. Стоимость привлекаемых финансовых ресурсов может быть просчитана, однако обычно банки не погружаются в глубины инвестиционного анализа, а, проводя эмиссию акций, руководствуются следующими соображениями. Увеличив пассивную часть баланса, можно быть спокойным в отношении экономических нормативов, которые рассчитываются исходя из величины собственного капитала банка. Потрясения на межбанковском рынке, состояние фондового рынка, неопределенность политической ситуации и другие факторы предопределяют увеличение рискованности активных операций. Кроме того, банки не в полной мере овладели механизмом хеджирования, да и слабо развитые кредитный и фондовый рынки не предоставляют им возможности осуществлять такое хеджирование. Все это в совокупности делает единственным способом стабилизации положения банка - увеличение уставного капитала. (18)

Участие профессионалов фондового рынка в размещении выпусков ценных бумаг на первичном рынке характеризуется процедурой андеррайтинга.

Андеррайтинг - это покупка или гарантирование покупки ценных бумаг при их первичном размещении для продажи публике.

Андеррайтер - инвестиционный институт, обслуживающий и гарантирующий эмитенту первичное размещение на рынке ценных бумаг на согласованных условиях за вознаграждение. Андеррайтер осуществляет покупку ценных бумаг для последующей перепродажи частным инвесторам. Содействие и по размещению первичной эмиссии корпоративных ценных бумаг на фондовом рынке - андеррайтингу предоставляют инвестиционные и коммерческие банки, брокерские фирмы, инвестиционные и финансовые компании.

Таблица 2.1. Функции инвестиционной компании как андеррайтера

<i>Подготовка эмиссии</i>	<i>содействие в реорганизации компании, конструирование и оценивание эмиссии совместно с эмитентом, юридическими фирмами, инвестиционными консультантами, оценка эмитируемых ценных бумаг</i>
<i>Распространение</i>	<i>выкуп части или всей суммы эмиссии, прямое распространение эмиссии продажа непосредственно инвесторам, продажа через эмиссионный синдикат, гарантирование рисков, поддержка курса ценной бумаги на вторичном рынке в период первичного размещения</i>
<i>После рыночная поддержка</i>	<i>поддержка курса ценной бумаги на вторичном рынке обычно в течение года</i>
<i>Аналитическая и исследовательская поддержка</i>	<i>контроль динамики курса ценной бумаги и факторов, на него влияющих</i>

Возможны следующие варианты взаимоотношений между эмитентом и инвестиционной фирмой - андеррайтером:

1. Андеррайтинг «на базе лучших усилий». В зависимости от условия договора андеррайтер, выступающий в роли брокера, может осуществлять размещение ценных бумаг по принципу «приложения всех усилий». В этом

случае, по условиям соглашения с эмитентом андеррайтер не несет никаких обязательств по выкупу нераспределенной части эмиссии. Обязательства андеррайтера состоят в том, чтобы приложить максимальные усилия с целью размещения ценных бумаг, однако, финансовой ответственности за конечный результат андеррайтер не несет. Тем самым риск размещения выпуска полностью ложится на эмитента, и андеррайтер берет комиссионные за то количество бумаг, которое он реализовал. Нереализованная часть эмиссии возвращается эмитенту.

2. Андеррайтинг «на базе твердых обязательств». В данном случае инвестиционная компания проводит операцию по размещению выпуска ценных бумаг за свой счет. Операции по выкупу нового выпуска ценных бумаг и их дальнейшей продаже, индивидуальным и институциональным инвесторам называется подпиской, а компания осуществляющая подписку на ценные бумаги выступает в роли инвестиционного дилера. Инвестиционный дилер подписывается на весь выпуск ценных бумаг или его часть, и осуществляет их выкуп по единой цене, а затем продает по рыночной более высокой цене. При этом андеррайтер по условиям соглашения с эмитентом несет твердые обязательства по выкупу всего или части выпуска. Поэтому, даже если часть выпуска окажется невостребованной первичными инвесторами, андеррайтер обязан ее приобрести, тем самым он принимает финансовые риски размещения ценных бумаг. Если же момент первичного размещения совпадает с резким понижением курсов на вторичном рынке, то андеррайтер, выкупающий выпуск по фиксированной цене может понести значительные потери. (17)

Иногда андеррайтер берет опцион на подписку, т. е. право купить выпуск у эмитента. Такое право он реализует в случае, если найдет покупателей на ценные бумаги. Дилер также может приобрести часть выпуска, а на остаток - взять опцион.

Таким образом, для осуществления размещения значительных выпусков ценных бумаг формируются эмиссионные синдикаты - группы андеррайтеров на

принципах разделения прибылей, осуществляющих размещение и гарантирование выпуска ценных бумаг. Эмиссионный синдикат не является юридическим лицом, это - временное объединение инвестиционных компаний для выполнения одной задачи на основе принятия совместных обязательств в отношении конкретного эмитента и выпуска ценных бумаг.

2.2. Порядок включения ценных бумаг в рыночный процесс

На фондовом рынке можно встретить товар различного качества - можно купить акцию надежного эмитента, по которой обеспечиваются высокие дивиденды, а можно приобрести и суррогаты ценных бумаг, например билеты «МММ». Чем выше степень организации рынка, тем более жесткие ограничения предусматриваются по качеству обращающихся на нем ценных бумаг. (19)

Биржевой рынок предполагает наивысшие гарантии качества. Для того чтобы ценные бумаги стали биржевым товаром, они проходят процедуру допуска, которая называется «листингом».

Внебиржевой организованный рынок также имеет свои стандарты по допуску ценных бумаг в биржевой торг, которые по мере развития рынка все более приближаются к стандартам биржевого рынка.

Режим, регулирующий допуск ценных бумаг к котировке, в совокупности с порядком проведения операции с фондовыми ценностями, образует сердцевину торговли ценными бумагами, обслуживающей и регулирующей движение финансового капитала. Биржевая и внебиржевая торговля, совершение операций с фондовыми ценностями невозможны без котировки, т. е. особого способа формирования, учета и публикации биржевых цен. Под биржевой котировкой понимают действия котировальной комиссии биржи, преследующие цели:

- допуск ценных бумаг на фондовую биржу для совершения с ними различных операций после соответствующей проверки и изучения финан-

сового положения фирм, предлагающих эти фондовые ценности;

- определение величины курса ценных бумаг, а также регистрация и публикация курсов (цен) на фондовые ценности в биржевых бюллетенях.

Всякой компании необходимо внести таким путем в лист (список) соответствующей биржи свои ценные бумаги, что является обязательной предпосылкой для допуска к торговле на ней.

Листинг конкретных видов ценных бумаг означает разрешение на участие их в торгах и дает им все те привилегии, которыми наделяется любая иная ценная бумага, уже задействованная в биржевой торговле. К преимуществам листинга и соответственно участия в биржевых торгах относятся прежде всего высокая маркетабельность, т. е. годность для реализации на рынке, повышенный уровень ликвидности ценных бумаг, а также очевидные выгоды от относительной стабильности цен на них.

Инвестор, покупающий ценные бумаги, включенные в котировальный лист биржи, может быть уверен, что сможет получать достоверную и своевременную информацию о компании-эмитенте и рынке ее ценных бумаг. Инвестор, решивший вложить средства во внесенные в листы фондовые ценности, вместе с ними автоматически приобретает и полный набор всех преимуществ, которые несет в себе комплекс средств защиты, предлагаемый фондовыми биржами. Фондовая биржа, однако, не гарантирует доходность инвестиций в акции компаний, прошедших листинг.

Аналогично этому, целый ряд несомненных выгод и привилегий от внесения своих ценных бумаг в биржевые листы официально зарегистрированных фондовых бирж извлекают и сами компании. Так, компании, внесенные в такие списки, получают, куда большую известность и популярность (паблисити) среди лиц, занятых в сфере инвестиций. Как правило, банки, финансовые институты и сами брокеры крайне неохотно соглашаются заниматься подпиской на новые выпуски акций и иных ценных бумаг тех компаний, которые отвечают отказом на предложения о внесении таких бумаг в биржевые листы хотя бы на одной официально

зарегистрированной бирже. Котировка акций на бирже позволяет компаниям занять устойчивые позиции на рынке.

Биржа - это система поддержки рыночной стоимости акций. При поглощении и слиянии компаний оценка активов опирается на курсовую рыночную стоимость акций, а не на книжную, балансовую, которая у таких компаний, как правило, ниже. Листинг в ряде стран является основанием для предоставления компании определенных более существенных скидок при налогообложении. И, наконец, компаниям, состоящим в таких листах, как правило, легче бывает добиться доверия и расположения банков и финансовых институтов в случаях возникновения у них потребности в займах и кредитах, а также облегчает для компании размещение новых выпусков облигаций, конвертируемых в списочные (листинговые) акции. (16)

Таким образом, листинг - это система поддержки рынка, которая создает наиболее благоприятные условия для организованного рынка, позволяет выявить наиболее надежные и качественные ценные бумаги и способствует повышению их ликвидности.

Покупатели - банковские структуры, владеющие ценными бумагами, имеющими рыночную котировку, как правило, имеют преимущество в резервировании под их обеспечение по сравнению с цепными бумагами, такой котировки не имеющих.

Биржи сами устанавливают правила для компаний-эмитентов, желающих включить свои акции в биржевой список, поэтому на каждой бирже своя «технология» допуска ценных бумаг к котировке, различаются и требования к компаниям, желающим котировать свои акции на данной бирже.

Для проверки соответствия параметра выпуска ценных бумаг установленным критериям, а также постоянного анализа инвестиционных качеств ценных бумаг на биржах созданы специальные отделы. Зачастую такой отдел носит название отдела листинга, который параллельно решает следующие

задачи: осуществляет экспертизу соответствия показателей, указанных в заявке эмитента, формальным критериям, установленным биржей, выносит свои рекомендации.

Процедура листинга начинается с подачи заявки в отдел листинга с приложением ряда нотариально заверенных документов. Заявка может подаваться только тем эмитентом, ценные бумаги которого выпущены и зарегистрированы в соответствии с действующим законодательством. Она представляется на фирменном бланке, имеет: печать и подпись руководителя, сведения о регистрируемом выпуске ценных бумаг, наименование, номер выпуска, номинал, гарантию достоверности представляемых в отдел листинга документов, а также уведомление о согласии с существующими правилами допуска к котировке (листингу).

Кроме того, как правило, представляются учредительные документы, справка об оплаченном уставном фонде, копии проекта эмиссии установленного законом образца, если акционерное общество функционирует более одного года или является правопреемником другого юридического лица, то дополнительно представляются бухгалтерский баланс и отчет о распределении прибыли за последний финансовый год, заверенный независимыми аудиторами. Как правило, биржа оставляет за собой право требовать от эмитента предоставления других документов и информации, необходимой для проведения экспертной оценки и допуска ценных бумаг к котировке. (Срок рассмотрения заявки обычно не превышает один месяц.)

Решение же о внесении в биржевой список принимают последовательно три инстанции: отдел листинга, затем комиссия, по допуску ценных бумаг и, наконец, биржевой совет.

С целью защиты интересов инвесторов биржа может, временно или навсегда исключить ценные бумаги акционерного общества из котировочного листа. Существуют три формы временного прекращения котировки на бирже:

- отсрочка начала торговли - до открытия торгов биржа может приказать трейдерам сбалансировать заказы на покупку или продажу и тем

самым определить более справедливую цену, если по какому-либо виду акций поступило необычайно большое количество заказов на покупку или продажу;

- перерыв в торговле - объявляется в любое время, чтобы сообщить какую-либо важную новость;
- приостановка торговли на одну сессию и более используется, когда нужно время, чтобы разобраться в каком-то важном событии или при нарушении компанией соглашения о листинге до устранения такого нарушения или принятия решения о делистинге ценных бумаг компании - эмитента.

Делистинг, или исключение из биржевого списка, может последовать, если:

- эмитент объявлен банкротом или его финансовое состояние признано неудовлетворительным;
- публичное размещение ценных бумаг достигает неприемлемо малых масштабов или иного несоответствия ценных бумаг минимальным требованиям листинга;
- компании-эмитенты в письменном виде подают заявление об исключении их ценных бумаг из числа котирующихся;
- ценные бумаги отозваны компанией-эмитентом для погашения или обмена на новые при их дроблении, слиянии с другой фирмой и т.д.;
- нарушается соглашение о листинге;
- не представлен ежегодный отчет в указанные сроки или компанией-эмитентом дана неполная информация о себе и т. д.

Таким образом, в мире идет процесс демократизации биржевого дела. На крупных биржах организуют вторые и третьи биржевые рынки. Их отличие в том, что для них нет процедуры листинга. Оформление сделок осуществляется по той же форме. Сделки совершаются на любые фондовые ценности, но риск инвестора в данном случае возрастает.

2.3. Организация торгов на биржевом и внебиржевом рынках

Организация биржевой торговли в ходе биржевой сессии оказывает значительное влияние на стабильность и ликвидность биржевого рынка. Формы организации биржевой торговли зависят в основном от состояния фондового рынка, а именно от его глубины, ширины и уровня сопротивляемости. Чем больше объем спроса и предложения на ценные бумаги, тем рынок шире, чем крупнее объемы заявок инвесторов и концентрированнее спрос и предложение, тем глубже вторичный рынок. (21)

При небольшом объеме спроса или предложения торговля организуется в форме простого аукциона. Такой аукцион может быть организован либо продавцом, который получает предложение покупателей (аукцион продавца), либо покупателем, который ищет выгоднейшее предложение от ряда потенциальных продавцов (аукцион покупателя).

Биржевая торговля также возрождалась, начиная с простых аукционов продавцов по типу английского аукциона, когда продавцы до начала торговых собраний подают свои заявки на продажу фондовых ценностей по начальной цене. Они сводятся в котировочных бюллетенях, которые раздаются участникам биржевого торга. В ходе аукциона, если есть конкуренция покупателей, цена последовательно повышается шаг за шагом (размер шага аукциона определяется до начала торгов), пока не остается один покупатель и ценные бумаги продаются по самой высокой цене предложения.

Возможен и голландский аукцион, при котором начальная цена продавца велика и ведущий торги последовательно предлагает все более низкие ставки, пока какая-либо из них не приглашается. В этом случае ценные бумаги продаются первому покупателю, которого устраивает предложенный курс.

На аукционе втемную, или так называемом заочном, все покупатели предлагают свои ставки одновременно, и ценные бумаги приобретает тот, кто сделал самое высокое предложение.

Двойной аукцион как форма организации биржевой торговли наиболее полно соответствует природе фондового рынка. В свою очередь, имеются две формы двойного аукциона - это онкольный рынок и непрерывный аукцион.

Состояние рынка ценных бумаг, а именно его ликвидность, предопределяет выбор формы двойного аукциона. Если сделки на рынке осуществляются редко, то обычно существует большой разрыв между ценой покупателя и ценой продавца (большой спрэд). Если колебания цен от сделки к сделке велики и носят регулярный характер, то такой рынок нельзя назвать ликвидным, и биржевая торговля практически не может быть организована в форме непрерывного аукциона. Более приемлемым является организация биржевой торговли по типу онкольного рынка с редким шагом. Чем менее ликвиден рынок, реже шаг аукциона и длительные периоды накопления заявок на покупку и продажу ценных бумаг, тем раньше они «выстреливаются залпом» в торговый зал для одновременного исполнения. При неустойчивом рынке, испытывающим резкие колебания цен, для достижения относительной стабильности аукцион временно прекращается; это наиболее эффективно осуществляется при онкольной форме двойного аукциона.

С точки зрения техники проведения аукциона, он может быть голосовым или устным. При этом собираются биржевые посредники для устного сопоставления заявок клиентов, находящихся в их портфеле. Делается это с целью установления равновесия между заявками на покупку и заявками на продажу: заявки на продажу с одинаковыми параметрами в процессе торга исполняются. В шумной атмосфере, царящей на голосовых рынках, трудно сориентироваться, не прибегая к определенным жестам. Эти жесты были выработаны историей биржевых аукционов. Например, «аукцион-выкриков» имеет достаточно глубокие исторические корни. Федеральное правительство США в 1790 г. выпустило на 80 млн. долл. облигаций для рефинансирования своего долга, связанного с войной за независимость. Облигации вызвали большой интерес у спекулянтов и вскоре неформальная торговля в кофейнях и конторах уступила место регулярным аукционам, проводимым в полдень на

Уолл-Стрит. Аукционер в окружении собравшихся выкрикивал название отдельных ценных бумаг по порядку одно за другим. После объявления выпуска участники аукциона выкрикивали свои предложения: одни называли цену, по которой они согласны купить ценные бумаги («цена покупателя» - bid price), другие - цену, по которой согласны продать («цена продавца» - ask price).

Таким образом, нетрудно заметить, что онкольному рынку соответствует такая временная конфигурация, как залповый аукцион. Заказы вводятся либо устно, либо письменно, либо организация торгов осуществляется полуписьменно, полуустно. Например, в Париже устный аукцион используется при торговле крупными, активными выпусками. Он обходится дороже, чем полуписьменный, полуустный. При его проведении заявки на покупку и продажу сосредоточиваются в специальном журнале (отдельном для каждой ценной бумаги). Механизм указанного способа основывается преимущественно на деятельности котировщика-служащего. (23)

До начала заседания биржи маклеры стараются исполнить поступившие к ним рыночные заявки на основе голосового аукциона. И только после этого неисполненные заявки передают для регистрации в журнал. Сопоставляя заказы для увеличения оборота специалист прибегает к поиску держателей заявок на рассматриваемую ценную бумагу.

Ликвидный рынок предоставляет возможность использовать письменный ввод заказов в биржевой аукцион.

При письменном вводе заказов исходная цена устанавливается курс маклером (официальным брокером), который концентрирует заявки на покупку и продажу, а затем устанавливает цену, максимизирующую оборот. Подавая заявку заранее, брокер не может изменить свой первоначальный заказ, поэтому приоритет времени, который действует на любом устном аукционе, в случае письменной подачи заявки теряет смысл. В итоге определяется клиринговая цена, по которой продавцы и покупатели заключают сделки, таким образом, каждый «залп» «очищает» рынок от наибольшего количества заказов. При ликвидном рынке

«залпы» осуществляются несколько раз в течение биржевого дня. Крупнейшие залповые рынки - это биржи Австрии, Бельгии, Германии и Израиля. Частные залпы свидетельствуют о наличии постоянного спроса и предложения на ценные бумаги, о ликвидности рынка, позволяют перейти к непрерывному аукциону, который, в свою очередь, имеет три вида.

Первый из них - использование книги заказов, в которую заносятся устно передаваемые брокерами заявки, затем клерк (уполномоченный биржи) исполняет их, сличая объемы и цены по мере их поступления.

Второй вид непрерывного аукциона - табло, на котором указывается наилучшая пара цен на каждый выпуск (наивысшая при покупке, наименьшая при продаже).

Третий вид непрерывного аукциона - «толпа». Трейдеры собираются вокруг клерка (уполномоченного биржи), который лишь объявляет, поступающий в торговлю выпуск, а затем сами делают все остальное (выкрикивают котировки, отыскивая контрагента).

Таким образом, мы видим, что «залповый» аукцион способствует установлению единой, наиболее справедливой с точки зрения рынка цены, а на непрерывном аукционе цена колеблется от сделки к сделке, поэтому попытка применить этот способ на рынке, объемы спроса и предложения на котором незначительны либо число участников биржевой торговли ограничено, могут привести к росту колебаний цен от сделки к сделке в силу неравномерности поступления заявок, и, возможно, к биржевой панике.

Таким образом, сочетание формы организации биржевой торговли с агентским и дилерским рынком составляет основу биржевого механизма и определяет фундаментальные особенности биржевой торговли на каждой из бирж мира. Большинство из них - это сочетание агентского рынка и аукциона.

В наши дни брокеры и инвесторы постоянно просматривают преобладающие значения предлагаемых и запрашиваемых цен на электронном терминале, который подключен к специалистам. От

специалиста требуется сообщать, таким образом, только о самой высокой предлагаемой и самой низкой запрашиваемой ценах на закрепленные за ним акции.

Электронные торги. Биржевая торговля существует несколько столетий, постоянно развиваясь и совершенствуясь. За это время улучшались правила торговли и клиринг, убыстрялись расчеты и исполнение сделок и т. д. Параллельно в биржевой торговле происходили изменения в технике ее ведения.

В настоящее время система электронных торгов выступает равноправным конкурентом в торговом зале. В борьбе за выживание победит та система торгов, которая позволит на базе самого дешевого механизма устанавливать правильные, реальные цены, обеспечивать высокую надежность сделки, быстрое ее исполнение.

Электронная торговля позволяет повысить ликвидность фондового рынка. Если на бирже рынок акций какой-либо компании «делает» один специалист, то в системе электронных торгов в создании рынка участвует широкая сеть брокеров-дилеров, которые и по существу, а в ряде стран и по названию являются «производителями рынка». Технические возможности электронной системы торгов позволяют осуществлять ежедневно сделки, включающие несколько миллионов акций.

К достоинствам компьютеризированной торговли относится то, что она прекрасно подготовлена к большим торговым объемами. При расширении рынка увеличить ее мощность значительно проще и дешевле

Вторым преимуществом электронной торговли является возможность работать с индивидуальным инвестором. Подыскивая для покупки акцию, агент обычно контактирует со своим брокером. Если он не является «производителем» рынка по данной ценной бумаге, то принимает поручение клиента, уведомляя его что при исполнении заявки он будет действовать как брокер, и отправляет заказ другим участникам внебиржевого рынка путем введения информации в систему.

Влияние электронной торговли на повышение качества рынка можно проследить, изучая опыт системы автоматизации котировки Национальной ассоциаций дилеров по ценным бумагам NASDAQ (НАСДАК). До 1971 г. - года наступления эры НАСДАК - внебиржевой рынок, рынок OTC (Over the counter Market) страдал от торговых злоупотреблений и недостатка надзора. При отсутствии «прозрачности» этого рынка торговля на нем зачастую осуществлялась акциями несуществующих компаний. В настоящее время к торговле через систему НАСДАК допускаются лишь те эмитенты, которые удовлетворяют определенным требованиям, хотя котировки акций в системе НАСДАК ниже акций аналогичных - компаний на фондовых биржах. Еще более жесткие ограничения существуют в системе РТС, где торгуются только около 15 ценных бумаг российских эмитентов. (25)

Качество рынка электронной торговли определяется также работой его участников. Хотя при торговле акциями на внебиржевом электронном рынке и не устанавливаются описанные выше правила или система приоритетов, тем не менее, механизм подключения участников торгов к торговой системе позволяет для клиента выбрать лучшую цену.

Зарубежная практика показывает, что торговая система может состоять из трех модулей:

- «метчинг» (автоматическая система сверки и подбора контрагента);
- «акцепт»;
- «отчетность».

Система «метчинг» предусматривает, что брокеры должны ввести в компьютер код ценной бумаги, характер сделки (покупка или продажа), цену и количество ценных бумаг. Такой ввод заявок может происходить все 24 часа в сутки, и электронная система автоматически фиксирует время ее ввода и присваивает ей номер. **(рисунок 2.1.)**



Рисунок 2.1. Модули торговой системы

Использование модуля «акцепт» можно сравнить с электронной «доской объявлений». Брокер, участник торгов, вводит свою заявку в систему на тех же условиях, что и при модуле «мэтчинг». При этом другие брокеры могут вступить с ним в переговоры относительно цены или объема. Сделка считается заключенной после того, как они придут к согласию, т. е. один брокер акцептует предложение другого.

«Твердая котировка» - котировка, сопряженная с обязательством объявившего ее участника заключить сделку на содержащиеся в ней условиях. При этом она может быть как односторонней, т. е. содержащей предложение либо на покупку, либо на продажу ценных бумаг определенного эмитента с указанием их количества, цены, валюты расчета и числа дней, необходимых для регистрации перехода права собственности, так и двусторонней - одновременно объявляющей о покупке и продаже ценной бумаги одного эмитента.

В зарубежной практике третья модель системы «отчетность» также используется для заключения сделок вне торговой системы, например, по телефону. По окончании торговой операции обе стороны обязаны ввести отчет в систему в течение 90 сек.

Таким образом, электронные торги по системе «мэтчинг» и «отчетность» обычно используются для заключения крупных сделок, тогда как мелкие заказы чаще всего используются через систему «акцепт».

ГЛАВА III. СДЕЛКИ И ОПЕРАЦИИ С ЦЕННЫМИ БУМАГАМИ НА РЕСПУБЛИКАНСКОЙ ФОНЖОВОЙ БИРЖЕ «ТОШКЕНТ»

3. 1. Биржевой оборот с ценными бумагами

Республиканская фондовая биржа «Тошкент» подвела итоги деятельности в 2012 году. По данным «Биржевого обзора по итогам 2012 года», за 2012 год общий биржевой оборот РФБ «Тошкент» составил в общей сумме 111,9 млрд. сумов.

Динамика биржевого оборота за последние годы показывает, что в 2010-2012 годах наблюдается оживление рынка и активизация участников фондового рынка. Если в 2007-2009 годах годовые обороты фондовой биржи колебались в пределах 35-42 млрд. сумов, то в 2010 году данный показатель впервые превысил отметку в 100 млрд. сумов. Доля оборота вторичного рынка стабильно преобладает, который является важным фактором развития фондового рынка. Доля дополнительных и объявленных эмиссий также составляет значительную часть биржевых оборотов, что свидетельствует об улучшении деятельности акционерных обществ республики. Вместе с тем в последние годы участников биржевого рынка все больше привлекают сделки РЕПО как альтернативный способ привлечения капитала для производственной деятельности. Так, если в 2011 году объем сделок РЕПО составил 6,3 млрд. сумов (на 68% выше показателя 2010 года), то в 2012 данный показатель составил 11,9 млрд. сумов, что на 87% выше показателя предыдущего года.

За 2012 год общий биржевой оборот РФБ «Тошкент» составил в общей сумме 111,9 млрд. сумов, в том числе (**диаграмма 3.1.**):

- на первичном рынке - 31,0 млрд. сумов, или 27,7%;
- на вторичном рынке - 80,9 млрд. сумов, или 72,3%.

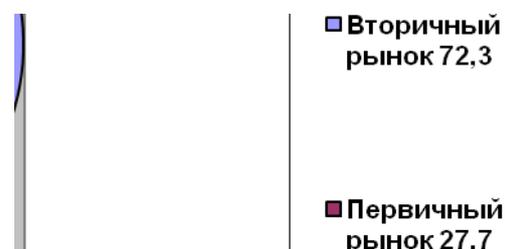


Диаграмма 3.1. Структура биржевого оборота в 2012 году

Динамику ежемесячного биржевого оборота с ценными бумагами можно увидеть в диаграмме 3.2. Среднемесячный биржевой оборот с ценными бумагами составил 9,2 млрд. сумов. В первом полугодии 2012 года тренд биржевых объемов выглядел очень позитивно и оборот с ценными бумагами составил 66,5 млрд. сумов, тогда как показатель соответствующего периода 2011 года составил всего 35,7 млрд. сумов. Исключением является январь, где обычно в начале года наблюдаются менее активные торги с ценными бумагами. В первом полугодии прошлого года дополнительная эмиссия акционерных обществ составила значительную часть биржевых сделок. Во втором полугодии объем биржевых оборотов состоял в основном из сделок на вторичном рынке. (32)

Из диаграммы видно, что в течение последних трех месяцев года торги с ценными бумагами значительно снизились. Исключением был только декабрь, который обычно отличается относительно высоким объемом сделок.

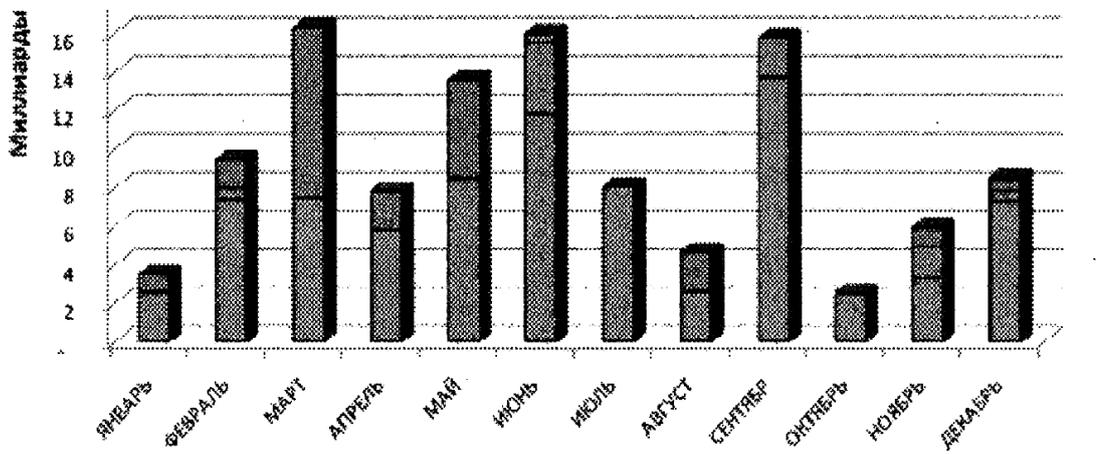


Диаграмма 3.2. Динамика оборота биржи во месяцам 2012 года

Так, общий объем биржевых сделок за декабрь 2012 года составил 8,5 млрд. сумов. Сделки с акциями совершались как на вторичном рынке, так и на первичном рынке. При этом доля вторичного рынка преобладает и составляет 85,4% всего биржевого рынка. Были проведены 22 торговые сессии, в результате которых было реализовано 12 млн. 342 тыс. штук акций 102 акционерных обществ. В результате проведенных торговых сессий было заключено 636 сделок по реализации ценных бумаг.

Следует отметить, что сделки с акциями заключались как на сумовой, так и на валютной торговой площадке. При этом доля сделок, совершенных за национальную валюту значительно превышает долю сделок, совершенных за СКВ, и составляет примерно 98,6% в общем биржевом обороте.

Объем реализации акций в 2012 году на первичном рынке (31 млрд. сумов) составили:

- реализация государственных активов от имени ГКИ - 8,6 млрд. сумов;
- реализация дополнительных эмиссий - 22,4 млрд. сумов.

В 2012 году на Республиканская Фондовая Биржа «Тошкент» со стороны Госкомимущества были выставлены акции 24 акционерных обществ на общую сумму 19,9 млрд. сумов и реализованы акции 14 из них на сумму 8,6 млрд. сумов, тогда как в 2011 году были выставлены акции 30 акционерных обществ на сумму 20,8 млрд. сумов и реализованы акции 22 из них в сумме 2,2 млрд. сумов. По состоянию на 31 декабря 2012 года со стороны Госкомимущества выставлено пакетов акций за национальную валюту -24 АО на общую сумму 21 млрд. сумов. (диаграмма 3.3)



Диаграмма 3.3. Структура оборота первичного рынка в 2012 году

Анализируя биржевые обороты отчетного периода по площадкам (диаграмма 3.4), мы можем увидеть, что сделки заключались в основном за национальную валюту.

При этом объем реализации акций за национальную валюту за отчетный период по сравнению с 2011 годом (99,4 млрд. сумов) уменьшился примерно на 19%. Причиной снижения объемов реализации акций за национальную валюту является уменьшение объемов реализации дополнительных эмиссий.

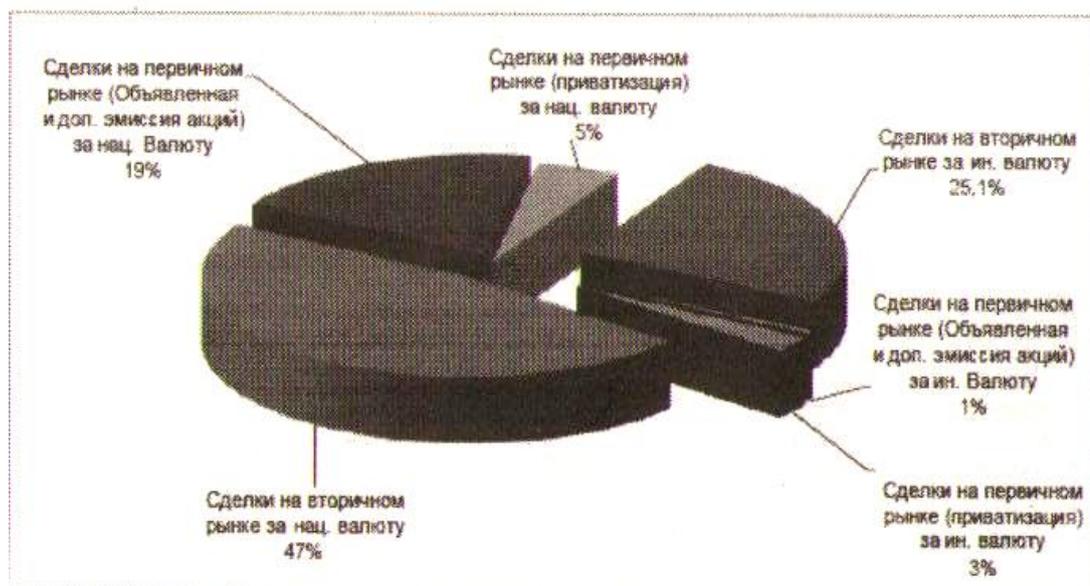


Диаграмма 3.4. Структура биржевого оборота в 2012 году

Доля сделок за СКВ в общем обороте составила 31%, значительная часть которых заключались на вторичном рынке.

3.2. Деятельность РФБ «Тошкент» по сделкам и операциям с ценными бумагами

За первый год своего функционирования годовой оборот по операциям с ценными бумагами на фондовой бирже «Ташкент» составил более 30 млн. сум. С 1996 года на бирже была введена Единая электронная система торгов, позволившая проводить торги в режиме реального времени. Начиная с 1999 года биржа «Ташкент» начала продажу акций иностранным инвесторам за свободно конвертируемую валюту. С апреля 2000 года задействованная электронная торговая система позволяет торговать акциями по методу непрерывного двойного аукциона, что способствует организации ликвидного и прозрачного биржевого рынка ценных бумаг. В целом с 1994 по 2000 годы на бирже «Ташкент» было продано более 35 млн. акций, зарегистрировано 23

тысяч сделок, общая сумма операций с ценными бумагами составило свыше 20 млрд. сум.

Таблица 3.1. Основные результаты деятельности крупных акционерных обществ

Название организации	Чистая выручка млн.сумов		Чистая прибыль млн.сумов		Стоимость основных фондов млн.сумов	
	2011	2012	2011	2012	2011	2012
ОАО «Ахангаранцемент»	220,2	231,3	87,6	59,9	488,5	560,5
ОАО «Тошкент электр тармоклари»	365,8	447,9	11,7	26,5	436,3	551,2
ЧОАКБ «Универсалбанк»	-	-	802	240,6	47331,1	43857

В 2013 году уставной капитал Фонда реконструкции и развития сформирован в размере 10 млрд. долларов, но до 2017 года он должен быть доведен до 15 млрд. долларов.

Такое увеличение предусмотрено постановлением Президента Республики Узбекистан от 09.03.2012 года № ПП – 1725, направленным на совершенствование деятельности Фонда. В нем уже утверждена новая структура исполнительной дирекции Фонда.

Если в 2011 году могли быть представлены более 20 форм государственной статистической отчетности в электронном виде, то в 2012 году Государственный Комитет Республики Узбекистан по статистике планирует расширить использование системы электронной отчетности до 40 форм.

В 2013 году грант Южной Кореи в размере 2,5 млн. долларов будет направлен на реализацию проекта по сокращению потерь при распределении электрической энергии, а также внедрению автоматизированной системы контроля и расчета электрической энергии и биллинговой системы в Навоийской области.

Целевой грант Японии в размере 300 млн. японских иен (3,9 млн. доллара) в 2013 году предоставляется на закупку высокотехнологичного медицинского оборудования, произведенного в Японии. В том числе 8 эндоскопических видеосистем общей стоимостью 2,6 млн. долларов и 18 цифровых радиограмм на 1,3 млн. долларов.

В 2012 году в ходе визита делегации агентства «Узстандарт» в головной офис испанской Ассоциации стандартизации и сертификации (AENOR) был подписан меморандум о сотрудничестве. Основной целью сотрудничества является снятие барьеров в торговле путем гармонизации стандартов, методов испытаний и оценки продукции.

25 процентов – 1 акцию пакета акции РФБ «Тошкент» получает корейская фондовая биржа в обмен на поставку и внедрение единого программно-технического комплекса для фондового рынка на сумму не менее 6 млн. долларов. Данный комплекс будет поставлен до конца 2013 года. Контракт предусматривает поставку программного обеспечения, серверного и телекоммуникационного оборудования, обучение местных специалистов и гарантийное обслуживание в течение года.

Согласно постановлению Президента Республики Узбекистан «О мерах по дальнейшему развитию фондового рынка» от 19 марта, уставной фонд РФБ «Тошкент» увеличился до 45 млрд. сумов. Дополнительно выпускаемые акции будут оплачены за счет передачи биржи имущественного комплекса ГУП «Дирекция по эксплуатации Республиканского биржевого центра» - освобождением от уплаты налога на имущество по данному комплексу до 1 января 2016 года.

Акционерами фондовой биржи с учетом последних изменений и после принятия «под ключ» единого программно-технического комплекса станут: ГКИ (50%+1 акция), Корейская фондовая биржа (25% -1акция), а также НБУ ВЭД РУз, государственно-коммерческий «Народный банк», ГАКБ «Асакабанк» и ОАКБ «Узпромстройбанк».

НХК «Узбекнефтегаз» планирует создать производство по переработке горючих сланцев в нефтепродукты. Производства по комплексной переработке горючих сланцев в нефтепродукты на базе месторождения Сангрунтау в Навоийской области планируется создать до 2014 года. Выход дизельной фракции из смолы сланцев в этом месторождений составляет около 30 процентов. Это наиболее высокий показатель среди основных месторождений данного типа в республике. Проект разрабатывается совместно с японской JGS Co.

В 2013 году перерабатывающий завод будет производить более 1 млн. тонн нефтепродуктов в год. Финансирование проекта предварительной стоимостью 600 млн. долларов планируется осуществить за счет собственных средств НХК «Узбекнефтегаз», кредитов Фонда реконструкции и развития Узбекистана и иностранных инвестиций в размере 300 млн. долларов.

Сырдарьинская ТЭС объявила тендер по выбору генподрядчика на проектирование, поставку, монтаж, пусконаладку оборудования и обучение персонала по проекту «полномасштабная модернизация двух энергоблоков сырдарьинской ТЭС».

По условиям тендера первый энергоблок должен быть введен в строй 1 октября 2013 года. Второй – 1 декабря 2013 года. Стартовая цена заказчика 57,3 млн. долларов. Тендерные предложения принимаются до 11 июля 2012 года. В рамках проекта планируется полномасштабная реконструкция двух энергоблоков мощностью по 300 МВт. В итоге мощность станции увеличится на 50 МВт. (42)

Финансирование проекта будет осуществляться на паритетных началах за счет кредита ФРРУ и собственных средств ГАК «Узбекэнерго».

Узбекистан относится к числу тех стран, где регулирование финансовых рынков осуществляется преимущественно государственными органами². В целях контроля за регистрацией выпуска ценных бумаг

² Министерством финансов Узбекистана и Госкомимуществом.

предприятий и коммерческих банков, а также в целях их оптимального размещения в Министерстве финансов Узбекистана создана Государственная комиссия по ценным бумагам и фондовым биржам. Одновременно создано альтернативное государственное агенство - Госкомимущество, занимающееся реализацией приватизации государственных предприятий. В его структуре находится Центр по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг. Обязательства данного центра схожи с комиссией по ценным бумагам и фондовым биржам США.

В настоящее время возрастает роль фондовых рынков как альтернативного источника привлечения капиталов и расширения предоставления кредитов для экономики Узбекистана. За последние годы основными источниками финансирования реального сектора выступали преимущественно иностранные инвестиции, привлеченные под правительственные гарантии государства и директивные кредиты, выдаваемые коммерческими банками также под правительственные гарантии. Непосредственно для деятельности самих коммерческих банков фондовые рынки играют немаловажное значение. Наличие развитого и стабильно функционирующего денежного рынка и рынка капиталов позволят банкам во-первых, поддержать ликвидность при возникновении острой необходимости в денежных средствах по своим обязательствам, во-вторых, в силу сравнительно низкой доли привлеченных ресурсов по депозитным и сберегательным операциям в большинстве мелких и средних коммерческих банков, которые в свою очередь вынуждает эти банки полагаться на межбанковские кредиты, кредиты Центрального Банка и иностранных инвесторов, фондовый рынок мог бы значительно снять нехватку и напряженность в поиске дополнительных источников финансирования. (26)

Практика показывает, что по мере развития и расширения финансовых рынков увеличивается набор предлагаемых заемных инструментов. Банки постепенно начинают играть меньшую роль в предоставлении кредитования реальному сектору, отсюда снижается роль банков как основных финансовых

посредников. Происходит диверсификация услуг и операций предоставляемых коммерческими банками. Вдобавок к традиционным, банки начинают предоставлять консультационные, финансовые, инженеринговые и другие услуги.

В Узбекистане в рамках дальнейшей либерализации финансового рынка серьезное внимание уделяется становлению кредитных союзов, расширяющих доступ предпринимателей к небанковским кредитным ресурсам. Вопросы, связанные с организацией и механизмом деятельности этого небанковского финансового института были обсуждены на состоявшемся 15 июня 2007 года заседании за «круглым столом» на тему «Перспективы развития кредитных союзов в Узбекистане», организованном Комитетом Сената по вопросам бюджета и экономическим реформам совместно с Центральным банком. Анализ деятельности созданных в стране первых кредитных союзов наглядно подтвердил правильность работы, проводимой в этом направлении. Практика показала, что кредитные союзы стали для предпринимателей надежными источниками финансирования, благодаря которым успешно реализуются проекты для различных социальных групп населения. (38)

Выработаны конкретные рекомендации и предложения по повышению уровня информированности населения о небанковском финансовом институте, совершенствованию законодательства о кредитных союзах, увеличение числа которых еще более расширит доступ предпринимателей к небанковским финансовым ресурсам и услугам.

В отчетном году объем реализации акций за СКВ по сравнению с 2011 годом (12 млн. долл. США) увеличился почти в 2 раза. На торговой площадке по реализации акций за СКВ были совершены сделки на общую сумму 24 млн. долл. США (31,6 млрд. сумов в пересчете на национальную валюту на день торгов). При этом на первичном рынке было продано акций на общую сумму 2,7 млн. долл. США, а на вторичном рынке - 21,3 млн. долл. США.

Таблица 3.1. Показатели биржевого оборота РФБ «Тошкент»

Показатели	2011	2012	Изменения в %
Количество АО, акции которых обращались на бирже	392	430	-8,8
Количество сделок	7958	8887	-27,7
Количество акций, млн. шт.	160,2	215,2	-25,6
Сумма сделок, млн. сумм	111,9	115,2	-2,9
Количество торговых сессий	255	255	0,0
Среднедневной объем сделок, млн. сумм	438,8	449,9	-2,5
Среднедневное количество сделок	31	35	-11,4

Сравнение основных показателей 2012 года с предыдущим периодом свидетельствует о том, что в отчетном периоде наблюдается незначительное снижение почти по всем показателям. Так, общий объем биржевых сделок за весь 2012 год составил 111,9 млрд. сумов (на 2,9% ниже показателя соответствующего периода 2011 года). Основной причиной снижения общего объема биржевых торгов явилось уменьшение объемов реализации дополнительных эмиссий на первичном рынке (22,4 млрд. сумов) примерно на 36,5%. В 2011 году данный показатель был равен 35,1 млрд. сумам.

В территориальном разрезе в 2012 году наибольшая доля заключенных сделок в общем объеме сделок с акциями акционерных обществ приходится на г. Ташкент -74,2 млрд. сумов (66,3% от общего объема сделок с начала года). Также можно отметить и предприятия Ферганской области - 10,5 млрд. сумов и Ташкентской области - 7,5 млрд. сумов.



Диаграмма 3.5. Отраслевая структура биржевого оборота за 2012 г.

В разрезе отраслей ведущее место по обороту торгов принадлежит банковской сфере. Общий биржевой оборот с акциями банков составляет 43,8 млрд. сумов, или 39% от общего объема торгов. Также можно отметить сферу «Строительство, транспорт, связь» - 21,6 млрд. сумов, или 19% от общего биржевого оборота, и сектор «Промышленность» - 16,9 млрд. сумов, или 15%.

Таким образом, как на вторичном рынке, так и на первичном рынке наблюдалась активность юридических лиц. По сумме сделок удельный вес юридических лиц I общем объеме сделок составляет 93,2%. По итогам торгов за год средний объем сделки с юридическими лицами (сумма сделок/количество сделок) составил 23,8 млн. сумов против 2,1 млн. сумов - физическими лицами.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Финансовый рынок в условиях рыночной экономики выполняет роль посредника в процессе мобилизации денежных средств предприятий, организаций и населения в их эффективном размещении в сферах производства и обмена. Создавая возможность широким слоям общества участвовать в присвоении доходов тех или иных предприятий, финансовые рынки стимулируют деловую активность и облегчают управление национальным богатством. Инструментом, с помощью которого происходит размещение денежных средств предприятий и населения в производстве, является обращение ценных бумаг.

Ценная бумага - это документ, удостоверяющий внесение денежных средств и получение определенного дохода в виде дивиденда или процента. Все ценные бумаги подразделяются на долевые и долговые: акции и соответственно, облигации, депозитные сертификаты, векселя, фьючерсы, опционы и т. д. Эмиссия ценных бумаг предусматривает выпуск ценных бумаг в обращение путем их продажи юридическим и физическим лицам. Эмиссия бывает первичной и повторной.

Эмиссия ценных бумаг – выпуск в обращение акций облигаций и других финансовых инструментов, осуществляемый акционерными обществами в процессе их учреждения, а также при увеличении их уставного капитала или привлечении дополнительных финансовых ресурсов.

Первичная эмиссия ценных бумаг, это - продажа ценных бумаг эмитентами их первым владельцам - инвесторам.

Первичная эмиссия ценных бумаг осуществляется в форме.

- открытого (публичного) размещения ценных бумаг среди потенциально неограниченного круга инвесторов с публичным объявлением о выпуске ценных бумаг, проведением рекламной кампании и регистрацией проспекта эмиссии;

- закрытого (частного) размещения - без публичного объявления, без проведения рекламной кампании, публикации и регистрации, проспекта эмиссии среди заранее известного ограниченного круга инвесторов (до 500 включительно), или на сумму не более 50 тыс. минимальных размеров оплаты труда (МОТ).

Участие профессионалов фондового рынка в размещении выпусков ценных бумаг на первичном рынке характеризуется процедурой андеррайтинга.

Андеррайтинг (в значении, принятом на фондовом рынке) - это покупка или гарантирование покупки ценных бумаг при их первичном размещении для продажи публике.

Андеррайтер - инвестиционный институт (или их группа), обслуживающий и гарантирующий эмитенту первичное размещение на рынке ценных бумаг на согласованных условиях за вознаграждение. Андеррайтер осуществляет покупку ценных бумаг для последующей перепродажи частным инвесторам. Содействие и по размещению первичной эмиссии корпоративных ценных бумаг на фондовом рынке - андеррайтингу предоставляют инвестиционные и коммерческие банки, брокерские фирмы, инвестиционные и финансовые компании.

Среди всех участников рынка ценных бумаг банки отличаются тем, что могут одновременно выступать в качестве эмитентов почти всех разрешенных законодательством финансовых инструментов фондового рынка: акций, облигаций, депозитных сертификатов.

Эмитируемые ими самими ценные бумаги являются для банков удобным инструментом для привлечения дополнительных финансовых ресурсов. Заинтересованность банков в эмиссии собственных акций обусловлена необходимостью формирования уставных пассивов банка. Увеличение уставного капитала и выпуск дополнительных акций банками используется также и для реструктуризации структуры собственного капитала за счет изменения доли акционеров. Выпуск акций позволяет банкам получить необходимые денежные ресурсы бессрочно, кроме того, у

банков эмитирующих акции появляется дополнительный источник дохода – возможность играть на росте курса собственных акций.

Как показывают проведенные исследования, на пути активизации рынка ценных бумаг республики имеются следующие проблемы:

- недостаточная институциональная и функциональная развитость отечественного рынка ценных бумаг, и в первую очередь, его инфраструктуры.;

- острая нехватка специалистов в области ценных бумаг, способных расширить масштабы участников на фондовом рынке;

- закрытость банковского сектора на фондовом рынке для широкого круга инвесторов, в том числе иностранных;

- консервативность банков по отношению к потере контроля над своими банковскими учреждениями, в результате которых акции банков не всегда попадают на биржевой рынок, оседая в портфеле крупных инвесторов, контролирующих или пытающихся удержать контроль над тем или иным банком;

- дальнейшее усовершенствование банковского законодательства в области выпуска и обращения акций;

- слабая вовлеченность населения в инвестиционные процессы, причиной чего является низкий уровень доходов и выплачиваемых эмитентами дивидендов.

В целях совершенствования рынка ценных бумаг и диверсификации акций и других ценных бумаг предлагается:

1. ускорять процессы развития фондового рынка в Республике Узбекистан и присутствия на нем коммерческих банков;

2. повышать конкурентоспособность на фондовом рынке;

3. поднимать ликвидность акций и других ценных бумаг, обращающихся на фондовой бирже;

4. повышать финансовую устойчивость и понижать общий риск банков за счет расширения видов инвестиционной деятельности на рынке ценных бумаг и формирование оптимального типа портфеля ценных бумаг.

Решение предлагаемых мероприятий повысит и укрепит деятельность на рынке ценных бумаг республики.

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ

I. Законы Республики Узбекистан

1. Закон РУ «О ценных бумагах и фондовой бирже» от 2 сентября 1993 г.
2. Закон РУ «О банках и банковской деятельности» от 25 декабря 1996 г.
3. Закон РУ «О рынке ценных бумаг» от 22 июля 2008 г.

II. Указы Президента Республики Узбекистан и Постановления Кабинета Министров Республики Узбекистан

4. Постановление Кабинета Министров РУ № 119 от 28 марта 1996 г. «О выпуске государственных краткосрочных облигаций».
5. Указ Президента РУ «О мерах по стимулированию внешнеэкономической деятельности привлечение и защите иностранных инвестиций Республики Узбекистан». - Т.: Узбекистан, 1997.
6. Постановление Президента Республики Узбекистан от 27 сентября 2006 г. «О мерах по дальнейшему развитию рынка ценных бумаг».
7. Постановление Правления Центрального банка Республики Узбекистан «Об утверждении Положения о порядке заключения и исполнения сделок РЭПО с государственными ценными бумагами Республики Узбекистан» №8/8 от 15 марта 2008 г.

III. Произведения Президента Республики Узбекистан

Ислама Каримова

8. Каримов И.А. Доклад Президента республики Узбекистан на заседание Кабинета Министров, посвященным итогам социально-экономического развития страны в 2013 год и важнейшим приоритетам углубления экономических реформ в 2014 год. Народное слово от 19 февраля 2014 года.
9. Каримов И.А. Концепция дальнейшего углубления демократических реформ и формирование гражданского общества в стране. Доклад Президента Ислама Каримова на совместном заседании Законодательной

палаты и Сената Олий Мажлиса Республики Узбекистан. Народное слова от 13 ноября 2010 года.

10. Каримов И.А. Гарантия нашей благополучной жизни - построение демократического правового государства, либеральной экономики и основ гражданского общества. - Т.: Узбекистан, 2007.

11. Каримов И.А. Прогресс страны и уровня жизни нашего народа – конечная цель всех демократических обновлений и экономических реформ. - Т.: Узбекистан, 2007.

12. Каримов И.А. «Мировой финансово-экономический кризис, пути и меры по его преодолению в условиях Узбекистана» Т.: Узбекистан, 2009.

IV. Книги и монографии

13. Бутиков И. Рынок ценных бумаг. - Т.: Консаудитинформ., 2001.

14. Килячков А.А. Рынок ценных бумаг и биржевое дело. - М.: Юрист, 2000

15. Никитина Т.В. Страхование коммерческих и финансовых рисков. - М.: Изд. дом. «Питер», 2002

16. Сафанова Т.Ю. Биржевая торговля производными инструментами. - М.: Дело, 2000.

17. Агламова Т.К. «Ценные бумаги и биржевое дело» - Т.: Филиал РЭА им Г.В. Плеханова в г. Ташкенте 2008.

18. Ляховский, В. С. Справочник по операциям с ценными бумагами коммерческого банка: справочное издание - М.: Гелиос АРВ, 2005.

19. Килячков, А.А. Рынок ценных бумаг. Курс в схемах: Учебное пособие. - М.: Юристь, 2003.

20. Маковецкий, М. Ю. Инвестиционный процесс и рынок ценных бумаг: механизм функционирования, современное состояние, перспективы развития: Учебное пособие. - М.: Анкил, 2003.

21. Рынок ценных бумаг и биржевое дело: Учебник/ Под ред. О. И. Дегтяревой. - М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2004.

22. Рынок ценных бумаг: Учебник/ Под ред. Е.Ф. Жукова. - 2-е изд., перераб. и доп. - М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2007.
23. Галанов В.А. Рынок ценных бумаг: учебник/ В. А. Галанов ; Российская Экономическая Академия имени Г.В.Плеханова. - М. : ИНФРА-М, 2008.
24. Финансы. Денежное обращение. Кредит: Учебник/ Под ред. Г.Б.Поляк -3-е изд. перераб. и доп. – М.: ЮНИТИ-Дана,2008
25. Точилова В.А. «Бухгалтерский учёт хеджирование рисков по фьючерсным контрактам и опционным сделкам» - М.: Финансы и статистика, 2002.
26. Юткина Т. Ф. Налоги и налогообложение: Учебник. – М., ИНФРА-М, 2001.

V. Материалы с интернета

27. www.torg.uz/ - Торговая площадка
28. [www.asiainvestbank.ru /](http://www.asiainvestbank.ru/) - Азия Инвест банк
29. www.uzprivatbank.com/- Узбекский международный банк «Узприватбанк»
30. [www.deponent.uz /](http://www.deponent.uz/) - Государственный центральный депозитарий РУз
31. www.it.mf.uz/ - ИВЦ Министерства финансов РУз
32. www.spc.gov.uz/-Госкоммушество РУз
33. www.uzse.com/ - Республиканская фондовая биржа «Тошкент»
34. www.alscom.uz/ - Узбекско-российская страховая компания «ALSKOM»
35. www.bozor.uz/ - Электронно-торговая площадка
36. www.bcc.uz/ - Центр деловых связей
37. www.biller.net - Профессиональный Хостинг в Узбекистане
38. www.sks.uz - Компания «SKS Ташкент»
39. www.search.re.uz - Поисковая система в Узбекистане
40. www.mftc.uz - Микро-финансовый тренинговый центр
41. www.anfimon.uz - Государственный комитет Узбекистана по демонополизации
42. www.cagateway.org - Центроазиатский региональный портал по вопросам развития

43. www.atm.uz - Информационно-аналитический центр
44. www.zsb.uz - Центр содействия бизнесу
45. www.hamkor.uzpak.uz – Газета «Деловой партнер»
46. www.review.uz - Журнал «Экономическое обозрение»

