

Исследования и анализ *Studies & Analyses*

*Центр социально-
экономических исследований*



*Center for Social
and Economic Research*

3 2 6

*Петр Козаржевский, Ирина Лукашова,
Юлия Миронова, Мария Лукашова, Алексей Кисенков*

Система корпоративного управления в Кыргызстане

Варшава, май 2006 г.



Материалы, публикуемые в настоящей серии, имеют рабочий характер и могут быть включены в будущие издания. Авторы высказывают свои собственные мнения и взгляды, которые не обязательно совпадают с точкой зрения Фонда CASE

Работа подготовлена в рамках проекта «Практика и перспективы системы корпоративного управления в странах переходной экономики на примере России, Украины и Кыргызстана», финансируемого Международной ассоциацией содействия сотрудничеству с учеными из независимых государств бывшего Советского Союза (INTAS).

Под редакцией Петра Козаржевского

Издание финансируется Rabobank Polska SA.

Ключевые слова: корпоративное управление, приватизация, структура собственности, переходная экономика, Кыргызстан.

© CASE - Центр социально-экономических исследований, Варшава

ISBN: 978-83-7178-410-1 EAN 9788371784101

Издатель:

CASE - Центр социально-экономических исследований

Польша, 00-010 Warszawa, ul. Sienkiewicza 12

тел.: (48-22) 622-66-27, 828-61-33

факс: (48-22) 828-60-69

e-mail: case@case.com.pl

<http://www.case.com.pl/>

Содержание

1. Приватизация и эволюция структуры собственности	6
1.1. Программа приватизации и ее реализация	6
1.1.1. Программа приватизации	6
1.1.2. Этапы приватизации	8
1.1.3. Темпы и методы приватизации	10
1.2. Изменения структуры собственности после приватизации.....	15
2. Развитие финансовых рынков.....	19
2.1. Банковский сектор	19
2.1.1. Коммерческие банки.....	19
2.1.2. Микрофинансовые организации	25
2.2. Фондовый рынок.....	27
3. Система корпоративного управления.....	31
3.1. Правовые основы системы корпоративного управления	31
3.1.1. Модель корпоративного управления	31
3.1.2. Раскрытие информации.....	34
3.1.3. Антимонопольное регулирование	36
3.1.4. Банкротство.....	37
3.2. Механизмы корпоративного управления	37
3.2.1. Крупные акционеры	37
3.2.2. Исполнительный орган и совет директоров	39
3.2.3. Рынок корпоративного контроля	44
3.3. Роль стейкхолдеров	45
3.4. Проблемы внедрения системы корпоративного управления	46
3.5. Внеправовые методы улучшения корпоративного управления	48
3.5.1. Усилия «сверху»: поддержка развития корпоративного управления на государственном уровне	48
3.5.2. Усилия «снизу»: саморегулирующиеся организации и ассоциации профессиональных участников РЦБ.....	50
4. Выводы и рекомендации	51
4.1. Выводы.....	51
4.2. Рекомендации	52



Алексей Кисенков, 1984 г. рождения, стажер CASE–Кыргызстан, студент 5 курса экономического факультета Кыргызско-Российского Славянского университета. Участвует в социально-экономическом и маркетинговом анализе.

Петр Козаржевский, 1960 г. рождения, кандидат политологических наук, член Совета CASE – Центра социально-экономических исследований (Варшава) и старший научный сотрудник Института политических исследований Польской академии наук. Сфера его научных интересов — постсоциалистические преобразования, прежде всего приватизация и становление корпоративного управления.

Ирина Лукашова, 1962 г. рождения, кандидат экономических наук, старший экономист CASE–Кыргызстан в Бишкеке. Занимается исследованием и анализом социально-экономических процессов, в частности, приватизацией в постсоциалистических странах и социальной политикой.

Мария Лукашова, 1984 г. рождения, стажер CASE–Кыргызстан, студентка 4 курса социологического факультета МГУ им. Ломоносова. Участвует в социально-экономическом и маркетинговом анализе.

Юлия Миронова, 1979 г. рождения, экономист CASE–Кыргызстан. Занимается исследованием и анализом социально-экономических процессов, прежде всего в макро-экономике и социальной сфере.

Резюме

Работа посвящена становлению современной системы корпоративного управления в Кыргызской Республике. В ней рассмотрены основные факторы, влияющие на этот процесс, а именно: законодательная база и практика приватизации, корпоративное и антимонопольное законодательство, финансовые рынки, деятельность стейкхолдеров и т.п. Авторы констатируют, что в области корпоративного управления в Кыргызстане произошли весьма существенные позитивные изменения. Прежде всего следует отметить, что в стране, не имевшей ранее опыта частной собственности и рынка, были сформированы институты корпоративного управления, шел процесс обучения как собственников, так и менеджеров эффективному управлению предприятиями с использованием имеющегося обеспеченного правом инструментария. Этот путь, однако, далек от завершения, поскольку корпоративные отношения все еще весьма дисфункциональны. Авторы предлагают комплексный подход к развитию корпоративного управления в республике, при котором совершенствованию законодательной базы должны сопутствовать активные меры по улучшению положения дел и процессов во всех сферах, влияющих на качество корпоративного управления. Основная задача в этой сфере — создание благоприятного правового и институционального климата, способствующего совершенствованию общепринятых норм корпоративного управления и привлечению на предприятия внешних инвестиций.

1. Приватизация и эволюция структуры собственности

1.1. Программа приватизации и ее реализация

1.1.1. Программа приватизации

Одним из основных направлений проводимых в Кыргызской Республике социальных и экономических реформ является формирование эффективных рыночных отношений в хозяйственной деятельности. Основным источником создания конкурентоспособного частного сектора является разгосударствление и приватизация государственной собственности.

Процесс разгосударствления и приватизации государственной собственности в Кыргызстане начался в конце 1991 г. практически сразу же после обретения независимости¹ и к моменту проведения исследования насчитывает 14-летнюю историю. В настоящий период выполняется седьмая по счету программа приватизации². Каждая программа приватизации разрабатывается сроком на несколько лет³ и в обязательном порядке содержит:

- цели и задачи государственной политики в области приватизации на данный период;
- определение объектов, включенных в программу приватизации;
- методы и способы приватизации государственного имущества;
- прогноз поступления средств от приватизации государственного имущества;
- прогноз поступления инвестиций вследствие приватизации государственного имущества;
- перечень групп объектов, не подлежащих приватизации в целях защиты интересов обороны, безопасности республики и ее социального развития;
- вопросы охраны окружающей среды и здоровья населения, а также обеспечение монополии государства на отдельные виды деятельности;
- порядок оценки стоимости приватизируемого государственного имущества.

Ядром законодательства Кыргызской Республики в области приватизации государственного имущества является Гражданский кодекс и Закон «О приватизации государственной собственности в Кыргызской Республике». В настоящее время на территории страны действует Закон «О приватизации государственной собственности в Кыр-

¹ Официальной датой обретения независимости считается 31 августа 1991г.

² В СМИ ее называют пятой.

³ Первоначально программы разрабатывались сроком на 2 года, впоследствии на 3 года.

гызской Республике» от 2 марта 2002 г. В Законе определяются: содержание программы приватизации государственного имущества в КР, участники приватизации, методы приватизации, способы преобразования государственных предприятий в хозяйственные товарищества, порядок приватизации государственных предприятий, преобразованных в хозяйственные товарищества, порядок определения начальной цены, поступление и распределение доходов от приватизации.

Механизмы, реализующие исполнение норм законодательства, определены в положениях:

- об общих условиях и порядке приватизации государственной собственности;
- о порядке приватизации государственной собственности путем передачи в управление с последующим выкупом, методом продажи на аукционе, конкурсе, аренды с последующим выкупом, методом прямой продажи;
- о порядке проведения индивидуальной приватизации и др.

и в методических рекомендациях:

- по оценке стоимости имущества и объектов приватизации;
- по определению стоимости земельных участков, находящихся в государственной собственности и др.

В Законе, при оценке государственного имущества, предусмотрено применение не только балансовых методов оценки, но и методов, реализуемых в рамках рыночного подхода, что существенно расширило список сопутствующих нормативно-правовых документов, прямо или косвенно оказывающих влияние на приватизационные процессы, в частности:

- Закон Кыргызской Республики «Об оценочной деятельности»;
- «Стандарты оценки, обязательные к применению субъектами оценочной деятельности»;
- «Временные правила деятельности оценщиков и оценочных организаций»;
- Положение «О Совете по развитию оценочной деятельности при Госкомимуществе» и др.

При выполнении каждой программы приватизации происходило совершенствование нормативно-правовой базы, уточнялись определения, исключались противоречия и разночтения, вносились поправки. Основой для такой работы были постановления Правительства и указы Президента, касающиеся:

- хода выполнения программ разгосударствления и приватизации государственного имущества Кыргызской Республики и дальнейших мер по развитию процесса разгосударствления и приватизации;
- итогов функционирования экономики Кыргызской Республики;

- мер по устранению нарушений и упущений, допущенных в ходе разгосударствления и приватизации государственной собственности в Кыргызской Республике.

1.1.2. Этапы приватизации⁴

На различных этапах приватизации приоритеты отдавались разным задачам, которые необходимо было решать исходя из социально-экономического положения страны. В Кыргызстане, как и в других странах бывшего Советского Союза, не было опыта в реформировании государственной собственности, в силу чего процесс приватизации требовал непрерывного анализа пройденных этапов и формирования адекватных выводов с целью избежания повторения допущенных ошибок. Реализация каждого этапа проходила с учетом сделанных выводов и накопленного опыта. Каждый этап реформирования имел как положительные, так и отрицательные результаты.

Первый этап приватизации⁵ характеризовался исполнением двух приватизационных программ на 1991-1992 гг. и на 1992-1993 гг. На этом этапе были заложены законодательные основы приватизации и привлечения инвестиций, создана соответствующая организационная инфраструктура. Основной упор был сделан на «малую» приватизацию объектов торговли, общественного питания и бытового обслуживания. Небольшие и средние предприятия продавались трудовым коллективам. Крупные предприятия акционировались и до 75% акций на льготных условиях предоставлялись трудовым коллективам. Оставшиеся акции резервировались для последующей реализации на купонных аукционах. Положительным итогом «малой приватизации» стало внедрение рыночных отношений в торговле и в сфере услуг, создание конкурентной среды.

В то же время сам процесс приватизации был отягощен многочисленными грехами бюрократизма и субъективизма. Планы приватизации составлялись органами местной власти без учета реальной ситуации на предприятиях. Затем эти планы конкретизировались для отдельных секторов и регионов в виде определенного набора показателей, за достижение которых отвечали органы государственной власти более низкого уровня, подготавливавшие квартальные отчеты. Формально окончательное решение о способе приватизации каждого конкретного предприятия принималось руководством ФГИ, причем решение по стоимости предприятия, способе оплаты, структуре собственности и количеству акций, передаваемых трудовому коллективу, носили чисто

⁴ По материалам выступления Премьер-министра Кыргызской Республики Н. Танаева перед депутатами Законодательного собрания Жогорку Кенеша «О ходе разгосударствления и приватизации государственной собственности в Кыргызской Республике», октябрь 2004 г.

субъективный характер. На практике ФГИ или, точнее, созданная приватизационная комиссия, как правило, в качестве проектов приватизации утверждала предложения, разработанные трудовыми коллективами и руководителями предприятий.⁶ На первом этапе приватизации из 10 тыс. объектов государственной собственности, которые были взяты за базу на 1 января 1991 г., было приватизировано 44%.

Второй этап приватизации характеризуется исполнением двух приватизационных программ на 1994-1995 гг. и на 1996-1997 гг., Основными задачами второго этапа было проведение массовой приватизации и преобразование крупных и средних предприятий промышленности, транспорта и строительства. Несколько парадоксально, что, приступая к проведению массовой приватизации, правительство особо подчеркивало, что качество приватизации является более важным, чем скорость ее проведения.

На этом этапе был реализован метод массовой (купонной) приватизации. Каждому гражданину страны были предоставлены купоны и возможность получить в обмен на эти купоны акции приватизируемых предприятий⁷. Цели, поставленные при планировании массовой приватизации, не были достигнуты в полной мере:

- не заработали эффективно инвестиционные фонды;
- приватизируемые объекты не пользовались инвестиционным спросом со стороны населения;
- руководство привлекательных и прибыльных предприятий предпринимало усилия по скупке купонов у населения до объявления аукционов по продаже акций.

К концу этапа почти четверть населения Кыргызстана стала акционерами. На этом этапе приватизации впервые решались проблемы, связанные с приватизацией предприятий, имеющих признаки банкротства. Несмотря на замедление темпов прироста приватизируемых объектов, в целом к концу периода в основном завершилось формирование частного сектора в экономике.

На втором этапе приватизации из 10 тыс. объектов государственной собственности, которые были взяты за базу на 1 января 1991 г., было приватизировано 63 %.

В 1998 году начался третий этап приватизации. В рамках этого этапа были реализованы две программы приватизации на 1998-2000 гг. и на 2001-2003 гг. и в настоящий момент реализуется программа приватизации на 2004-2006 гг. Основными направлениями структурных преобразований современного этапа являются реформирование стратегических секторов экономики, приватизация объектов курортно-

⁵ Юлиан Панькув определяет до 2000 г. 4 этапа приватизации. См. Ю. Панькув, *Прогресс, результаты и проблемы процесса приватизации в Кыргызской республике*, «Исследования и анализ», № 223, Варшава: CASE – Центр социально-экономических исследований, 2001.

⁶ Ю. Панькув, *Ук. соч.*

⁷ Около 50% всех купонов было обменено на акции предприятий.

рекреационного комплекса, приватизация нереализованных на предыдущих этапах государственных пакетов акций акционерных обществ.

На этом этапе приватизации начата реструктуризация таких стратегически важных секторов экономики страны, как:

- «Кыргызэнерго», «Кыргызгаз» — топливо и энергетика;
- «Кыргызтелеком» — связь;
- «Кыргызстан аба-жолдору» — транспорт, Национальный авиаперевозчик.

Приватизация стратегических объектов осуществляется поэтапно в соответствии со специально разработанными для каждого этапа программами, которые утверждаются Жогорку Кенешем (парламентом) Кыргызской Республики. В рамках разрабатываемых программ предусматривается сохранение государственного контроля за отдельными стратегическими видами производств, которые считаются представляющими сферу национальных интересов республики и обеспечивающими ее национальную безопасность.

Приватизация таких объектов является очень чувствительным процессом для всего населения страны. В информационном фокусе общества постоянно находится деятельность Жогорку Кенеша и Правительства, связанная с приватизацией стратегических отраслей, которая ассоциируется у населения страны с повышением тарифов, что уже в обозримом будущем может иметь существенные социальные последствия, связанные и со снижением жизненного уровня населения и с понижением жизненных стандартов.

Таким образом, за весь период приватизации государственного имущества в КР на конец 2004 г. было преобразовано 7 149 предприятий⁸. Всего преобразовано государственного имущества⁹ на сумму 15 млрд. 124 млн. сомов. Безвозмездно передано населению и трудовым коллективам объектов и акций на сумму 3 млрд. 353 млн. сомов.

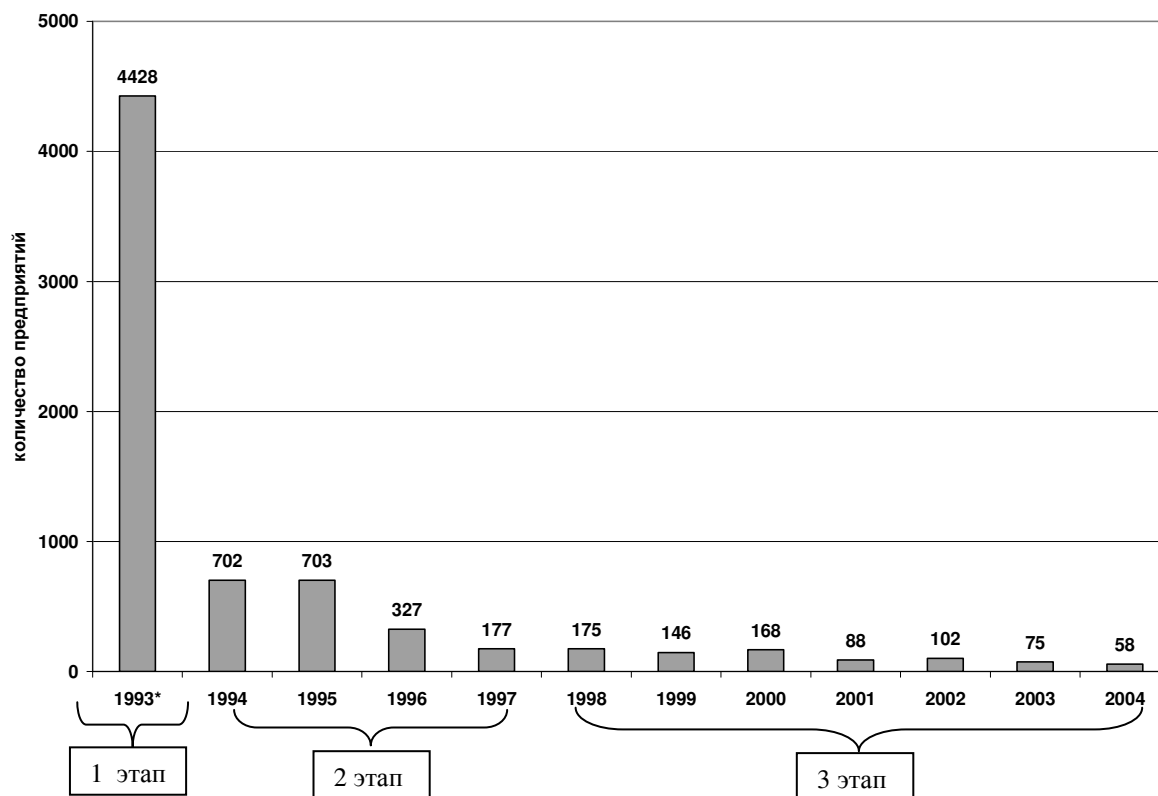
1.1.3. Темпы и методы приватизации

Из запланированных к приватизации 10 тыс. объектов, начиная с 1991 г. и до конца 2004 г., было приватизировано 71% объектов государственной собственности. На диаграмме 1 представлена динамика количества приватизируемых предприятий по годам.

⁸ Источник данных: НСК КР.

⁹ За исключением объектов сельского хозяйства

Диаграмма 1
Количественная динамика приватизируемых предприятий



Источник: Национальный статистический комитет (НСК).

Как видно на диаграмме 1, для второго и третьего этапа приватизации характерно замедление темпов прироста количества приватизируемых объектов. Замедление между периодами имеет объективные причины, связанные с характеристиками объектов, подвергнутых разгосударствлению на каждом из описанных выше этапов приватизации. Замедление внутри периодов связано с несовершенством нормативно-правовой базы. На первом этапе было приватизировано 62% от всех приватизированных на конец 2004 г. объектов, 27% — на втором этапе и 11% — на третьем¹⁰.

После событий 24 марта 2005г., приведших к смене власти в Кыргызстане, произошла приостановка процессов приватизации, выявлены и продолжают выявляться многочисленные нарушения законодательства и порядка приватизации. Наметились процессы, связанные с реприватизацией или даже национализацией приватизированного ранее государственного имущества¹¹.

В настоящее время предприниматели требуют от органов государственной власти признать итоги приватизации собственности и продолжить ее в условиях прозрачности, в то время как органы прокуратуры КР по фактам незаконной приватизации го-

¹⁰ В I полугодии 2005 г. приватизирован госпакет 6 АО, доход составил 38 млн.сомов



сударственного имущества возбудили ряд уголовных дел. Предъявлены обвинения должностным лицам Фонда государственного имущества, государству возвращены акции АО Кантского цементно-шиферного комбината в размере 13,21%.

По мнению специалистов ФГИ, с принятием нового Закона Кыргызской Республики «О приватизации государственной собственности в Кыргызской Республике» от 20 марта 2002 г., приняты меры к обеспечению полной прозрачности всего процесса приватизации, привлечению возможно более широкого числа участников торгов, повышению состязательности и соответственно увеличению продажных цен. Такой подход обуславливает преимущественное применение конкурсных методов приватизации по сравнению с прямыми продажами.

На диаграммах 2 и 3 представлена количественная динамика использования различных методов приватизации на практике.

Если рассматривать применение приватизационных методов по этапам, то вполне можно согласиться с вышеуказанным мнением специалистов ФГИ, которое прозвучало в докладе Премьер-министра в октябре 2004 г. Если рассмотреть данные НСК в разрезе методов, то получается совсем другая картина. За исключением акционирования, на каждом этапе лидирующим методом приватизации, независимо от лозунгов и призывов, была именно прямая продажа, применение которой по закону предполагалось только в исключительных случаях, после двукратного предложения объекта к продаже и только тех объектов, которые не были реализованы на открытых торгах. Хотя в 2003 г. действительно наблюдалось уменьшение прямых продаж в пользу конкурсов и аукционов, этот наметившийся прогресс не стал устойчивым и в 2004 г. ситуация по прямым продажам вернулась в прежнее русло.

¹¹ Хотя, по свидетельству главного прокурора КР, реприватизация не предусмотрена, кроме случаев явного нарушения законов.

Диаграмма 2
Методы приватизации в разрезе этапов

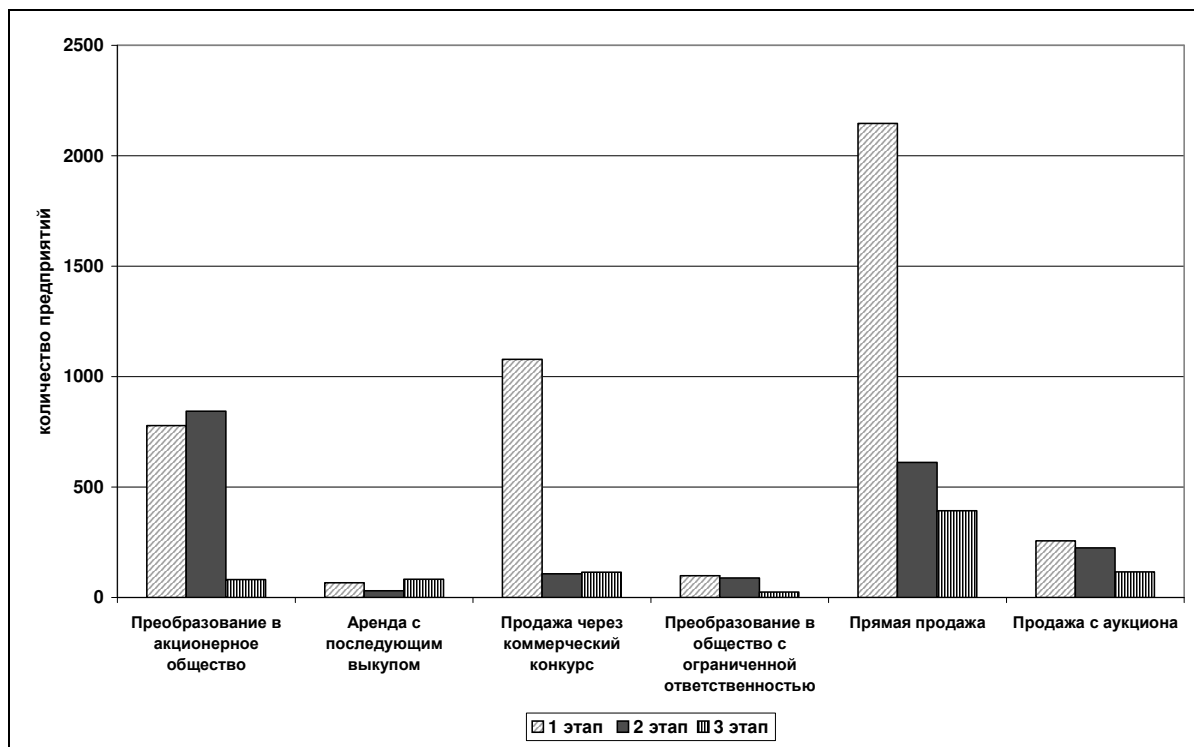
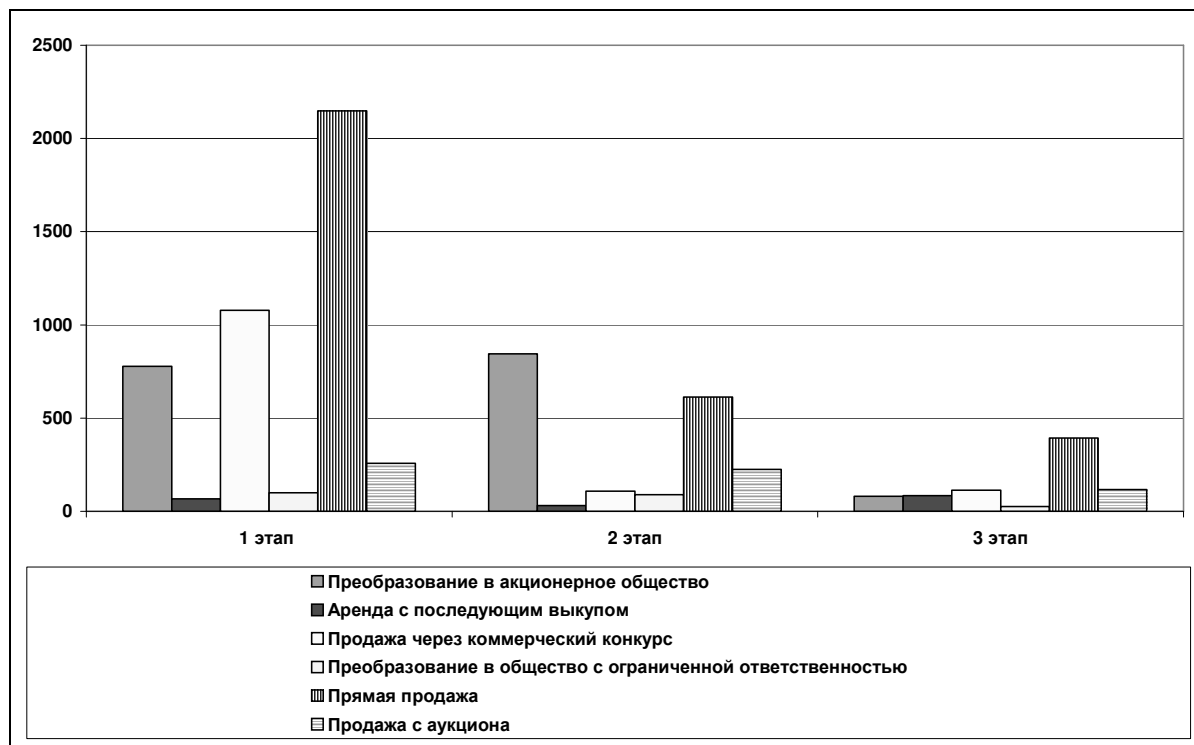


Диаграмма 3
Этапы приватизации в разрезе методов



Что касается поступления денежных средств от приватизации, то в бюджет государства поступил 1 млрд. 354 млн. сомов, что в целом меньше прогнозируемой суммы.

К примеру, от приватизации за 2001-2003 годы в бюджет республики поступило 556 млн. сомов вместо ожидаемых 900 млн. сомов, так как некоторые объекты, включенные в Программу приватизации, не смогли привлечь внимание инвесторов.

В целом следует констатировать, что эффективность приватизационной политики на всех этапах ее осуществления была недостаточно эффективной. Процесс приватизации характеризовался высокой степенью политизации и низкой степенью общественной поддержки, что создавало почву для популистских призывов — иногда успешных — по ограничению приватизации, ее остановке или пересмотру ее результатов (что даже стало одним из лозунгов мартовской революции). В стране существует ряд влиятельных групп интересов, не заинтересованных в приватизации: чиновники, предприятия, получающие разного рода ренту, дезориентированное население. Это ведет не только к низкой динамике приватизации, но и к реальной угрозе деприватизации (а по сути — ренационализации) и/или передела собственности под предлогами преодоления нарушений и восстановления справедливости.

Перед приватизацией ставились, особенно на начальных этапах (когда приватизация рассматривалась как панацея или средство для решения различных социальных проблем), слишком многочисленные, а иногда противоречивые цели, что усложняло их практическую реализацию. Избыточны были ограничения на проведение приватизации — по-прежнему существует много секторов, где она ограничена или запрещена по политическим, идеологическим, групповым, ведомственным и т.п. причинам. В частности, это касается монопольных секторов, предоставляющих услуги населению. Качество правовой базы также зачастую сомнительно — программы приватизации и законы о приватизации носили элементы идеологизации и нередко противоречили друг другу и остальным законам. В частности, в программах вводились понятия и инструменты, отсутствующие в законе о приватизации. Широко практиковалось также фактическое ограничение и изменение положений законодательства в документах, разрабатываемых органами исполнительной власти, в том числе Фондом государственного имущества (ФГИ).

Подводя количественные итоги приватизации, следует тем не менее отметить, что на фоне других стран СНГ Кыргызстан представляется в благоприятном свете. Степень завершенности как «большой», так и «малой» приватизации — самые высокие в регионе, вплотную приближаясь к странам Центральной Европы, а частный сектор производит уже около 75% ВВП — столько же, сколько, например, в Польше¹².

При этом приватизация по-прежнему далека от завершения, а уровень приватизации отдельных секторов — крайне неравномерный. Есть практически полностью

¹² *Transition Report 2004: Infrastructure*, European Bank for Reconstruction and Development, London 2004.

приватизированные (торговля, общественное питание, бытовое обслуживание, банковский сектор), есть практически незатронутые (инфраструктура, социальный сектор, энергетика). На сегодняшний день приватизировано все, что было «легко» приватизировать (в политическом и техническом плане). В результате под контролем государства остались следующие объекты:

- на которые нет спроса (как небольшие пакеты, так и контрольные);
- которые не приватизируются по политическим, идеологическим, ведомственным и т.п. причинам;
- которые безусловно не должны подлежать приватизации, поскольку общественное значение реализации ими своих функций важнее их микроэкономической эффективности.

Приватизация предприятий не сопровождалась приватизацией земли под ними. И хотя за приватизированными предприятиями закрепляется право пользования землей и фактически оборот такой земли возможен и осуществляется, он все же является излишне затрудненным и ограничивает возможности реализации предприятиями своих бизнес-стратегий.

1.2. Изменения структуры собственности после приватизации

Начальная структура собственности, сформировавшаяся сразу после приватизации предприятий, характеризовалась достаточно высокой долей инсайдеров. По данным различных исследований¹³, в то время инсайдеры владели в среднем от 42% до 50% всех акций приватизированных промышленных предприятий (в том числе в руках управленческого персонала находилось 17-20%). Однако самая высокая доля принадлежала государству, на которое приходилось в среднем 44% акций, причем на 53% обследованных предприятий государство было самым крупным собственником. Внешние негосударственные собственники встречались крайне редко, иностранные инвестиции имели эпизодический характер. Однако уже тогда концентрация собственности была достаточно велика: почти на 40% предприятий контрольный пакет акций принадлежал одному лицу, а почти на 3/4 предприятий — всего трем лицам.

Распределение и перераспределение собственности имело различные темпы на различных предприятиях, что приводило к появлению целого ряда типов структур частной собственности. В постсоциалистических странах формирование этих структур

¹³ П. Козаржевский, Я. Кузьма, *Приватизируемые и приватизированные промышленные предприятия Кыргызстана. Результаты эмпирических исследований*, «Исследования и анализ», № 119, Варшава: CASE – Центр социально-экономических исследований, 1997; И. Лукашова, Г. Фреюк, П. Козаржевский,

обычно идет по двум осям. Первая ось — это степень концентрации собственности: от распыленной среди большого количества собственников до концентрированной, с четко выраженными контрольными пакетами акций (долей). Вторая ось определяет, остается ли собственность в фирме, т.е. когда работники предприятия (как рядовые работники, так и управленческий персонал) являются самым крупным собственником, или же собственность выводится за пределы предприятия и доминирующими собственниками становятся внешние акционеры.

Четыре конца описанных осей описывают четыре типичные структуры собственности, возникающие в ходе приватизации во многих постсоциалистических странах:

- 1) распыленная собственность в руках большого количества работников предприятия;
- 2) концентрированная собственность в руках руководящих кадров предприятия;
- 3) распыленная собственность в руках внешних акционеров (например, портфельных);
- 4) концентрированная собственность в руках внешних стратегических инвесторов.

Этим структурам соответствуют четыре главных группы собственников, обладающих специфическими интересами, установками и поведением.

Спецификой Кыргызстана, в отличие от многих других постсоциалистических стран, по крайней мере в период до 2000 г., было практическое отсутствие вывода собственности за пределы фирмы (см. таблицу 1). Более того, наблюдалось увеличение «инсайдерской» доли по мере реализации государством своих пакетов акций. Вначале концентрация также проходила специфически и как бы двумя независимыми каналами: на предприятиях происходила некоторая концентрация собственности в руках управленческого персонала, а внешние инвесторы концентрировали в своих руках собственность в основном за счет покупки госпакетов акций¹⁴. Новейшие исследования подтвердили, что концентрация собственности и появление стратегических инвесторов или связанных акционеров, владеющих значительным пакетом акций, имеют мест прежде всего на предприятиях, на которых не осталось госдоли. Согласно обследованию, проведенному в 2004 г. среди 89 АО, на

О. Кан, С. Куклин, *Приватизация промышленных предприятий Кыргызстана*, под ред. П. Козаржевского, «Исследования и анализ», № 221, Варшава: CASE – Центр социально-экономических исследований, 2000.

¹⁴ Цитируемое здесь и далее обследование охватило репрезентативную выборку 151 промышленного предприятия из числа занесенных в картотеку Фонда государственного имущества Кыргызской Республики (ФГИ). Темой обследования были: изменение структуры собственности, становление корпоративного управления, реструктуризация и финансово-экономические показатели предприятий. См.: И. Лукашова, Г. Фреюк, П. Козаржевский, О. Кан, С. Куклин, *Приватизация промышленных предприятий Кыргызстана*, под ред. П. Козаржевского, «Исследования и анализ», № 221, Варшава: CASE – Центр социально-экономических исследований, 2001. Исследованная выборка несколько уже выборки, используемой в настоящем проекте и охватывающей все отрасли экономики (доля промышленных предприятий — 93%), а также предприятия, по разным причинам не вошедшие в картотеку ФГИ.

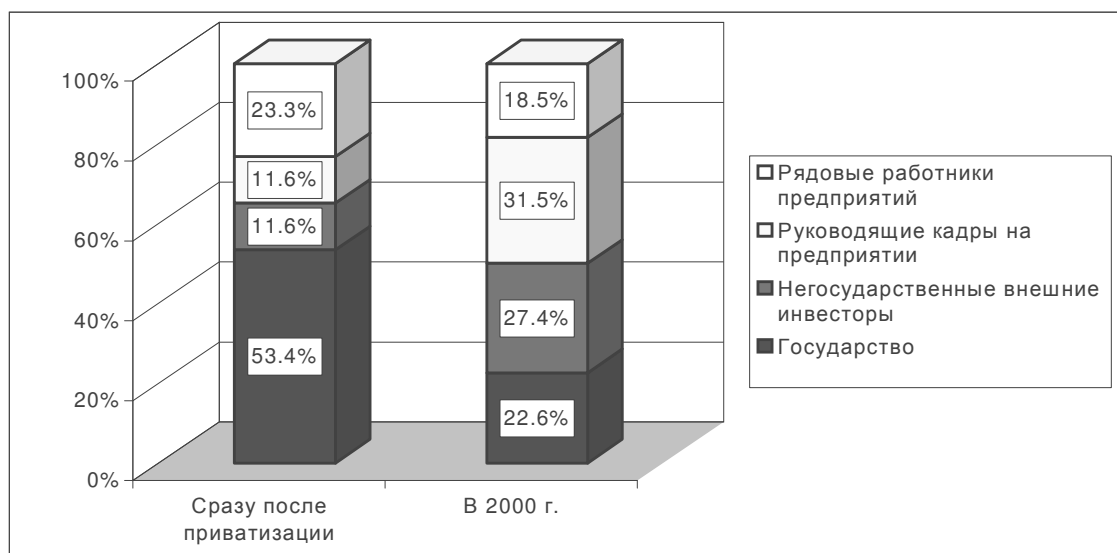
подавляющем большинстве предприятий, где отсутствует доля государства, имеется акционер, владеющий более 10% акций. В каждом втором опрошенном АО имеется акционер (или взаимосвязанные акционеры), владеющий более чем 30% акций компании, а в каждом втором опрошенном АО без государственной доли в капитале имеется акционер (взаимосвязанные акционеры), владеющий контрольным пакетом акций. Доля государства по-прежнему сохраняется высокой — на трети опрошенных предприятий она составляет 50% акций и более¹⁵.

Таблица 1
Средняя структура собственности обследованных предприятий (в %)

Собственник	Вначале	В 2000 г.
1. Государство	43,6	18,7
3. Отечественные банки, фонды и другие финансовые организации	0,5	1,0
4. Другие отечественные фирмы	1,7	5,2
5. Бывшие работники предприятия	4,2	7,2
6. Прочие граждане Кыргызстана	4,0	6,9
7. Иностранные инвесторы	1,7	4,9
8. Руководители предприятия	16,6	29,1
9. Остальные работники предприятия	25,5	23,1
10. Прочие	2,2	3,9

Источник: И. Лукашова, Г. Фреюк, П. Козаржевский, О. Кан, С. Куклин, *Приватизация промышленных предприятий Кыргызстана*, под ред. П. Козаржевского, «Исследования и анализ», № 221, Варшава: CASE – Центр социально-экономических исследований, 2001.

Диаграмма 4
Преобладающий тип собственности на предприятиях (в % предприятий)



Источник: И. Лукашова, Г. Фреюк, П. Козаржевский, О. Кан, С. Куклин, *Приватизация промышленных предприятий Кыргызстана*.

¹⁵ Исследование практики корпоративного управления в акционерных обществах Кыргызской Республики, Бишкек: Центр по Корпоративному Развитию при Правительстве КР, 2004.

Изменения в структуре собственности были обусловлены целым рядом факторов. Это и государственная политика, и степень развитости рыночной инфраструктуры, и экономическое положение и инвестиционная привлекательность предприятий, и установки и цели основных игроков на фондовом рынке и в отдельных предприятиях, и многое другое. Действие перечисленных факторов имело разнонаправленный характер. Например, практическая недееспособность многих предприятий делала их непривлекательными для внешних частных инвесторов. С другой стороны, такие предприятия, как правило, проявляли повышенную активность в поиске таких инвесторов, и многим это удавалось. Кыргызстан не является в этом плане исключением: несмотря на то, что степень и скорость разгосударствления (перехода акций из государственных в частные руки) в целом была выше на прибыльных предприятиях, убыточные предприятия быстрее всего переходили под контроль внешних негосударственных инвесторов (таблица 2).

Таблица 2
Самый крупный собственник и рентабельность брутто в 1994 г. (в % предприятий с данной рентабельностью)

Рентабельность брутто	Государство		Внешние инвесторы		Руководители		Рядовые работники	
	в начале	в 2000 г.	в начале	в 2000 г.	в начале	в 2000 г.	в начале	в 2000 г.
Отрицательная	75,0	45,0	10,0	40,0	5,0	10,0	10,0	5,0
Положительная	48,5	17,8	12,9	26,7	14,9	36,6	23,8	18,8

Источник: И. Лукашова, Г. Фреюк, П. Козаржевский, О. Кан, С. Куклин, *Приватизация промышленных предприятий Кыргызстана*.

В целом же исследования показали сильное сопротивление инсайдеров потери контроля за предприятием. Для большинства руководителей (и остальных работников предприятия) такой контроль был, как правило, важнее поиска инвестиций и передача части собственности «варягам» являлась в большинстве случаев вынужденной мерой, вызванной необходимостью спасти фирму. Впрочем, зачастую такой ситуацией пользовались не столько стратегические инвесторы, сколько кредиторы и поставщики, которым предприятие задолжало.

В результате в приватизированном секторе Кыргызстана, по-видимому, по-прежнему одними из самых распространенных являются «инсайдерские» формы собственности (типы 1 и 2), в то же время практически не существует, как и в большинстве других постсоциалистических стран, третья форма, что связано прежде всего с узостью и неразвитостью фондового рынка. По-прежнему велика доля государства, которое, по данным уже цитированных выше новейших исследований, все еще владеет контрольным пакетом акций около 1/3 предприятий.

По-прежнему невелика доля внешних концентрированных собственников, особенно иностранных (за исключением банковского сектора) — не только и не столько из-за сопротивления инсайдеров, что на данном этапе теряет свою актуальность

за сопротивления инсайдеров, что на данном этапе теряет свою актуальность (приватизация крупных объектов, прежде всего инфраструктуры, где инсайдеры не в состоянии выступить в качестве стороны), сколько из-за нехватки отечественного капитала, низкой привлекательности объектов и крайне неблагоприятного инвестиционного климата (высокая коррупция, несовершенное законодательство и ограничения для иностранного капитала при приватизации некоторых объектов и покупке земли). Недостаточный объем и низкое качество прямых иностранных инвестиций является ахиллесовой пятой экономики Кыргызстана. Страна занимает одно из последних мест в СНГ по уровню ПИИ на душу населения. Причем в основном в страну приходит региональный капитал и капитал сомнительного происхождения (сбежавший из страны, а затем возвращающийся через оффшорные зоны и подставных лиц). Кроме недостаточных влияний в экономику, такая ситуация блокирует передачу знаний, опыта, технологий, доступа к рынкам и т.п., что были бы в состоянии обеспечить иностранные инвесторы «первого эшелона» (хорошо зарекомендовавшие себя инвесторы из наиболее развитых стран).

2. Развитие финансовых рынков

2.1. Банковский сектор

Банковская система страны состоит из Национального банка Кыргызской Республики (НБКР), коммерческих банков и микрофинансовых организаций (МФО). Деятельность коммерческих банков регулируется Законом «О банках и банковской деятельности в Кыргызской Республике», принятом в 1997 г. В соответствии с Законом банк учреждается в форме акционерного общества и осуществляет свою деятельность на основании лицензии, выданной НБКР. Основным законодательным актом, регулирующим деятельность микрофинансовых учреждений, является Закон «О микрофинансовых организациях в КР» от 2002 г.

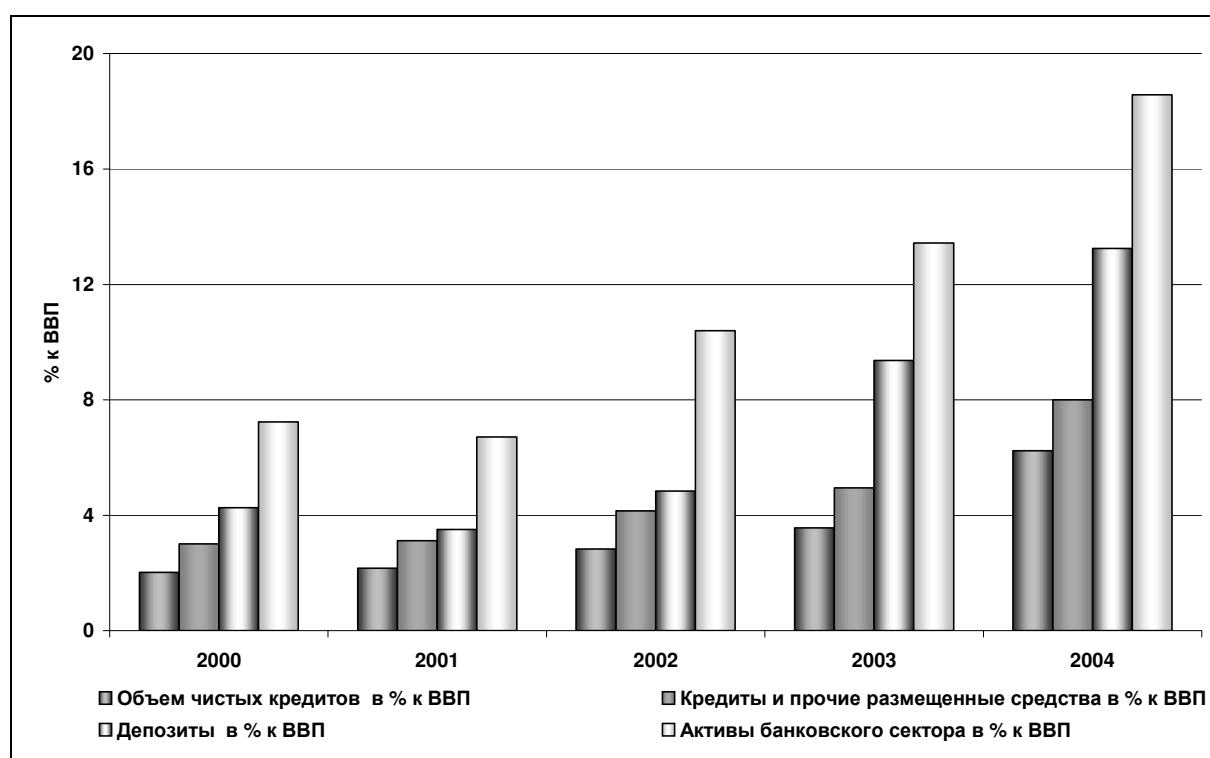
2.1.1. Коммерческие банки

Банковский сектор Кыргызстана представлен 19 коммерческими банками. В их числе 14 банков с иностранным участием в капитале, из которых в 9 банках иностранное участие составляет более 50%. В среднем доля иностранных инвесторов в уставном капитале кыргызских банков составила на конец 2004 г. 46,5 %. Иностранное участие в банковском секторе представлено банками России, Казахстана, Пакистана, Кореи и Турции. Также в Кыргызстане функционирует банк, учрежденный несколькими международными финансовыми институтами (Международной финансовой корпорацией, Всемирным банком, Фондом Ага-хана, Европейским банком реконструкции и развития и Правительством КР).

Капитализация коммерческих банков составила в 2004 г. 55 млн. долларов США. Динамика показателей финансового посредничества, приведенная на диаграмме 5, свидетельствует о том, что присутствие банковского сектора в экономике постепенно увеличивается. Однако по-прежнему его роль не сопоставима не только с развитыми странами, но даже с ближайшими соседями, такими как Россия и Казахстан. Активы банков в процентах к ВВП увеличились за рассматриваемый период почти в 2,5 раза и составили 18,6%. Объем чистых кредитов, также увеличившись по сравнению с 2000 г. почти в 3 раза по отношению к ВВП, составил скромные 6,2% в 2004 г.

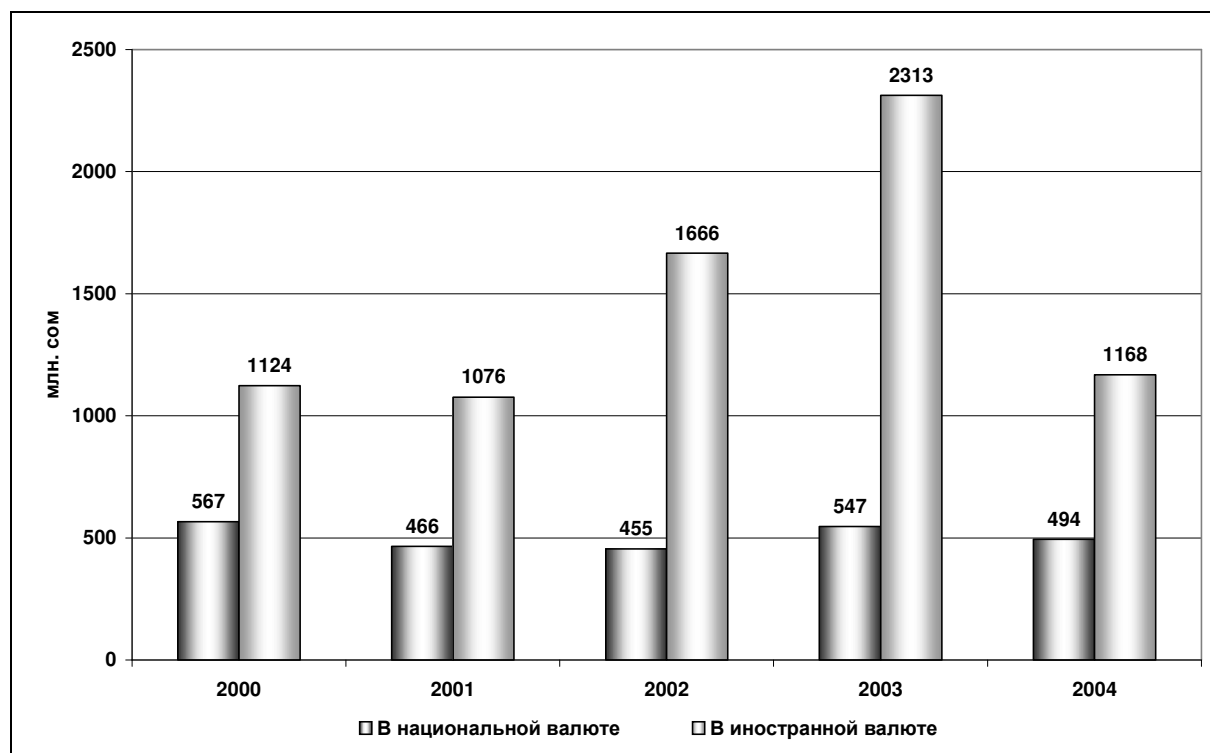
Диаграмма 5

Динамика изменения активов, кредитов и депозитов за 2000-2004 гг.



Следует все-таки отметить, что стабильная макроэкономическая ситуация, рост экономики, снижение уровня инфляции и укрепление национальной валюты в последние годы способствовали динамичному развитию рынка депозитов и кредитов (диаграмма 6).

Диаграмма 6
Объем депозитов в действующих коммерческих банках (на конец периода)



Основной категорией, обеспечившей расширение депозитной базы коммерческих банков, явились депозиты юридических лиц до востребования. Срочные депозиты юридических лиц и вклады населения также возрастали, но в меньшей степени. Однако, наряду с ростом потока новых депозитов, наблюдалось снижение уровня процентных ставок.

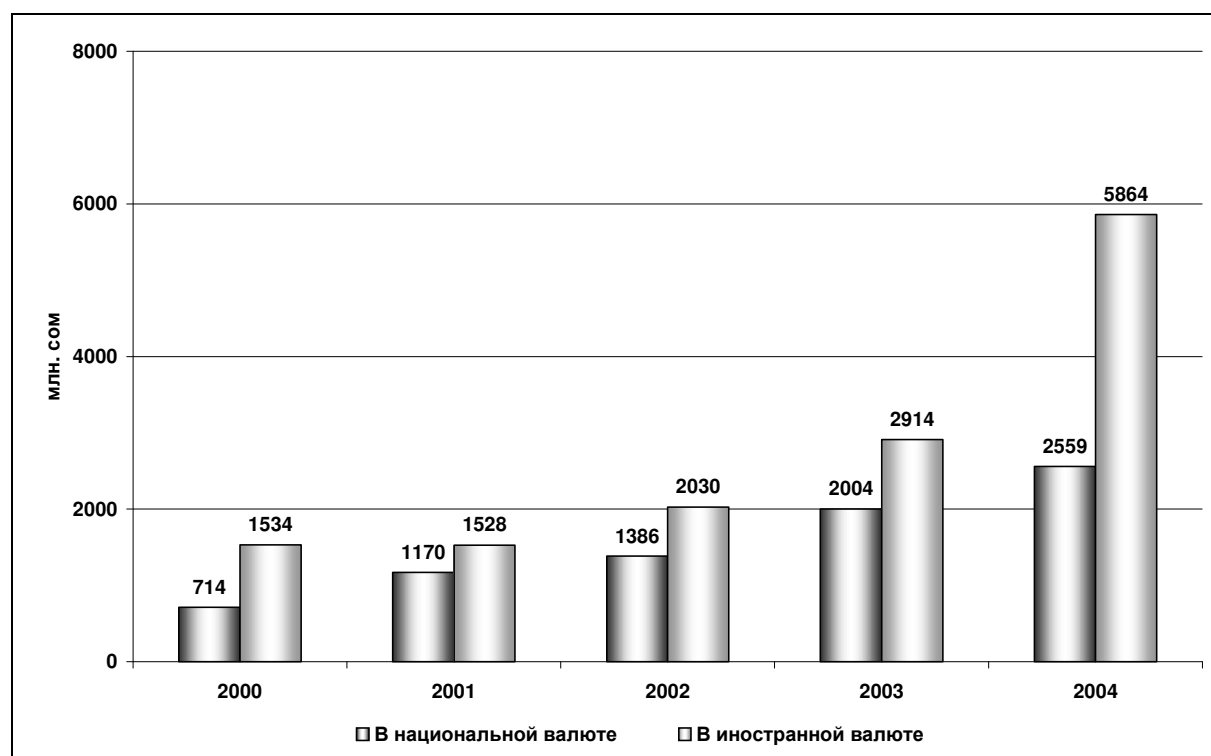
Расширение ресурсной базы банковской системы, а также приток иностранного капитала в банковскую систему республики способствовали ускоренному росту объема кредитования реального сектора. Причем темпы роста кредитов в иностранной валюте опережали темпы увеличения сомовых кредитов. Рост кредитного портфеля сопровождался улучшением его качества. Удельный вес просроченной задолженности в совокупном кредитном портфеле действующих банков сократился. Еще одной положительной тенденцией 2004 года явилось повышение удельного веса долгосрочных кредитов во временной структуре кредитного портфеля до 27,5% (с 21,5%). Однако, несмотря на это, средний срок погашения кредитного портфеля сохраняется на достаточно низком уровне — 14,8 месяца.

Некоторое снижение стоимости ресурсной базы кредитования позволило банкам снизить ставки по кредитам. Среднегодовой уровень процентных ставок по кредитам в национальной валюте составил 24%, а по кредитам в иностранной валюте — 18,9%. Снижение уровня процентных ставок по новым кредитам отмечалось практически по

всем категориям и отраслям, при этом заметно снизилась волатильность ставок. Наряду со снижением номинальных процентных ставок в отчетном году наблюдалось сокращение реальной стоимости кредитов, она достигла минимального уровня с 2000 г., составив 19,8%.

Индекс концентрации кредитного портфеля среди банков снизился и на конец 2004 г. составил 10,7%, что свидетельствует о разделе рынка кредитования между банками.

Диаграмма 7
Объем кредитов в действующих коммерческих банках (на конец периода)



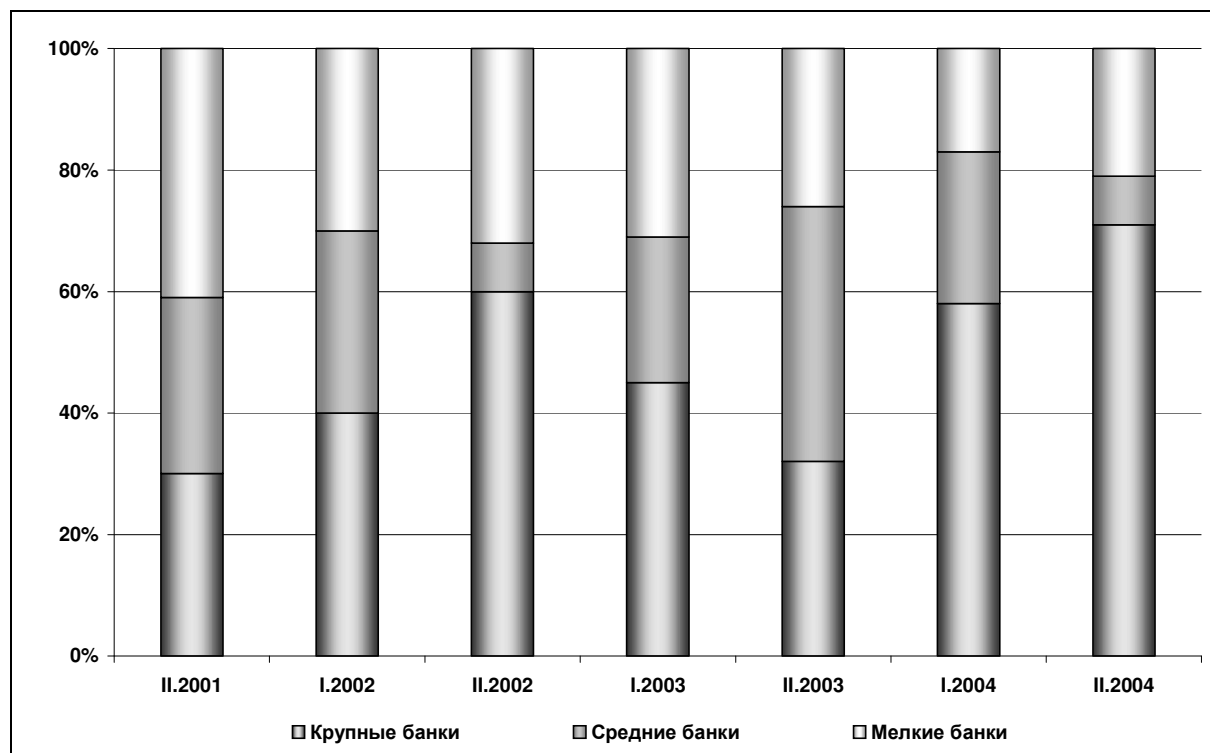
Анализ структуры банковской системы с точки зрения сегмента рынка, занимаемого группами крупных, средних и мелких банков¹⁶ свидетельствует о том, что структура сектора не является устойчивой. В настоящее время средний размер активов по пяти крупнейшим кыргызским банкам составляет 22 млн. долларов США, колеблясь между 14 и 53 млн. долларов в самом крупном банке. Увлечение доли крупных банков в 2004 г. может объясняться приходом нескольких казахских банков на кыргызский рынок банковских услуг. Однако анализ эффективности использования активов и капитала показывает, что наиболее эффективными являются мелкие банки. А крупнейший с точ-

¹⁶ Банки классифицированы исходя из усредненной доли банка в суммарных активах, кредитах и депозитах: «крупные» более 10%, «средние» 5-10% и «мелкие» менее 5%.

ки зрения занимаемой рыночной доли банк является наименее эффективным, его положение обеспечивается только за счет увеличения денежных активов¹⁷.

Диаграмма 8

Динамика изменения структуры банковского сектора Кыргызстана за период 2001-2004 гг.



Несмотря на представленные положительные тенденции в развитии банковского сектора Кыргызской Республики, он все еще испытывает большие трудности. Объем привлекаемых депозитов не достаточен для устойчивого развития реального сектора, который сильно нуждается в притоке дешевых кредитных ресурсов. Население до сих пор испытывает недоверие к банковскому сектору. Следствием этого являются ограниченные кредитные возможности большинства коммерческих банков и предоставление кредитов на невыгодных условиях:

- процентные ставки, имея тенденцию к снижению, остаются высокими. Более того, данная картина не является объективной, так как в стране имеет место практика выдачи льготных кредитов аффилированным компаниям или просто «друзьям». В таблице 3 представлены условия выдачи кредитов наиболее крупными и стабильными банками Кыргызстана;

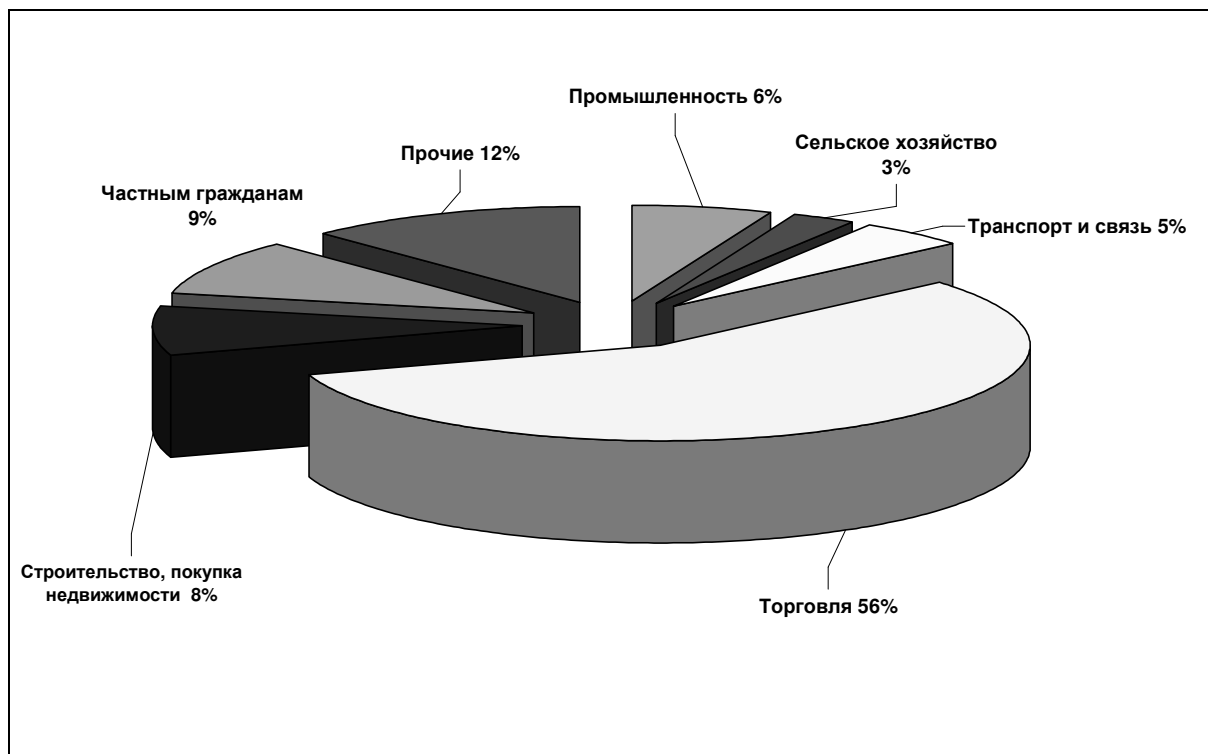
¹⁷ Тенденции развития банковской системы КР, НБКР: Бишкек, 2004.

- привлекательность кредитов для потенциальных заемщиков сильно ограничивается высокими требованиями банков в отношении залогового имущества; как правило, стоимость залога составляет 150-200% от суммы кредита;
- большинство банков не имеют возможности продлевать кредиты, отчасти это связано со срочностью депозитов, обычно не превышающей одного года. Для компаний краткосрочные кредиты не являются привлекательными, так как это недостаточный период для бизнес-цикла, особенно для промышленных и сельскохозяйственных предприятий. Диаграмма 9 является наглядной иллюстрацией данной проблемы. Больше половины банковских кредитов финансируют сектор торговли. Промышленность и строительство вместе взятые составляют лишь 15% в структуре кредитного портфеля банковского сектора.

Таблица 3
Условия выдачи кредитов в крупнейших банках КР, 2004 г.

Название банка	Сумма кредита, \$	Ставка по кредитам, % в год		Залог, % от суммы кредита	Срочность, лет
		Нац. валюта	Ин. валюта		
Кыргызский инвестиционно-кредитный банк	50 тыс. – 1 млн.	14-16	14-16	Гибкий	до 7
Энергобанк	5 тыс. – 1 млн.	15	15	150-170	до 7
Банк Кыргызстан	200–50 тыс.	–	20-28	150-200	до 3
Инексимбанк	100–400 тыс.	30-35	11-28	120-150	до 7
Промстройбанк	200–500 тыс.	10-50	10-35	120-150	до 1 ½
Банк Бакай	500–100 тыс.	30	26	300	до ½
Казкомерцбанк-Киргизстан	2–450 тыс.	20-35	18-28	Гибкий	до 3
Демир Банк	1–400 тыс.	–	10-25	140	до 1

Источник: *How do companies in Eurasia finance their trade/investment deals*, BISNIS 2004.

Диаграмма 9**Структура кредитного портфеля коммерческих банков КР, 2004 г.****2.1.2. Микрофинансовые организации**

Главной задачей микрофинансовых организаций (МФО) является поддержка и развитие социальной мобилизации населения — процесса, который направлен на усиление потенциала и расширение возможностей бедных людей для преодоления бедности и развития доходоприносящей деятельности, повышения самостоятельности, путем обеспечения доступа к микрофинансовым ресурсам. МФО не являются участниками платежной системы, они выдают мелкие кредиты для целевой категории граждан и используют свои принципы кредитования. МФО могут осуществлять свою деятельность за счет собственных средств, за счет привлечения депозитов или с использованием заемных средств местных и международных финансовых институтов. Последний источник является наиболее значимым для кыргызского рынка микрокредитования. Крупнейшими донорами МФО выступают Всемирный банк, ЮСАИД, Азиатский банк развития, Международная финансовая корпорация, Европейский банк реконструкции и развития, ТАСИС, Германский банк развития, а также Правительство КР (за счет трехпроцентных отчислений от приватизации государственного имущества и средств фонда содействия занятости социального фонда).

Кредиторами, реализующими программы доноров в отношении микроресурсов в Кыргызской Республике, являются:

- международные организации — Международный корпус милосердия, Фонд по содействию международному сообществу (ФИНКА), Финансовый фонд «Бай-Тушум»;
- местные неправительственные организации — Гражданский фонд микрокредитования, Финансовый фонд «Кыргызайылтраст» и другие;
- государственные организации — Кыргызская сельскохозяйственная финансовая корпорация (КСФК), Финансовая компания по поддержке и развитию кредитных союзов (ФКПРКС), Государственный фонд поддержки малого и среднего бизнеса при Правительстве КР, Государственный департамент занятости Министерства труда и социальной защиты;
- местные коммерческие банки — «Инэксимбанк», АКБ «Кыргызстан», «Демир», «Казкоммерцбанк-Кыргызстан», «Энергобанк».

Микрокредиты выдаются группе лиц или же отдельным лицам. При групповом кредитовании, как правило, применяется беззалоговый принцип финансирования, основанный на социальном «залоге» — солидарной ответственности группы заемщиков или же поручительстве третьей стороны. Некоторые кредиторы применяют залоговый принцип. Часто применяется принцип ориентации на самого заемщика: его желание трудиться и быть настойчивым в достижении поставленной цели.

На конец 2004 г. в стране было зарегистрировано 78 МФО. При этом удельный вес кредитов МФО в общем объеме выданных в республике кредитов составляет 15%. Кредитная деятельность МФО в значительной мере направлена на жителей крупных городов. Данный факт подтверждается и тем, что объем средств, направленных на кредитование сельскохозяйственной отрасли (основной вид деятельности в сельской местности), занимает в совокупном кредитном портфеле МФО только 16,1%. Основной отраслью кредитования МФО является торговля, объемы кредитования которой составили в 2004 г. 75% от совокупного кредитного портфеля МФО¹⁸.

Средний размер микрокредита в 2004 г. составлял около 500 долларов США, достигая максимального значения в сфере ипотечного кредитования — 5000 долларов США. Микрокредиты выдаются, как правило, на срок до 1 года; только пятая часть МФО предоставляет микрокредиты на срок до 3 лет. Процентные ставки по микрокредитам в среднем на 5-6% ниже, чем по обычным кредитам. В качестве обеспечения кредитов 67% МФО предпочитают имущественные формы залога, остальные организации осуществляют кредитование на основе беззалоговой системы. Возвратность кредитов составляет в среднем 96%¹⁹.

¹⁸ Тенденции развития банковской системы КР.

¹⁹ Состояние микрофинансового сектора в Кыргызской Республике, Бишкек: Агентство «Эксперт», 2004.

2.2. Фондовый рынок

Эмиссия и обращение ценных бумаг, а также вопросы государственного регулирования фондового рынка в Кыргызской Республики регулируются Законом «О рынке ценных бумаг» от 1998 г. Центральным органом государственного управления, проводящим единую государственную политику на рынке ценных бумаг (РЦБ) Кыргызской Республики, является Государственная комиссия при Правительстве КР по рынку ценных бумаг (Госкомценбумаг), которая выполняет следующие функции:

- осуществляет разработку основных направлений развития РЦБ и координацию деятельности государственных органов власти по вопросам его регулирования;
- разрабатывает соответствующие законодательные документы и контролирует их исполнение;
- утверждает стандарты эмиссии ценных бумаг;
- ведет единый государственный реестр ценных бумаг;
- разрабатывает единые стандарты и правила профессиональной деятельности с ценными бумагами, в т.ч. составления отчетности эмитентами и профессиональными участниками, разработки методики оценки стоимости корпоративных ценных бумаг, ведения реестра акционеров, осуществления расчетно-депозитарной деятельности и хранения ценных бумаг;
- устанавливает обязательные требования и иные условия допуска ценных бумаг к их публичному размещению и обращению;
- осуществляет лицензирование профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг;
- осуществляет государственную регистрацию/перерегистрацию выпусков ценных бумаг;
- контролирует деятельность профессиональных участников фондового рынка;
- обеспечивает создание единого информационного пространства на фондовом и финансовом рынках, общедоступной информационной базы данных об эмитентах, профессиональных участниках рынка ценных бумаг и функционировании рынка ценных бумаг;
- утверждает квалификационные требования к профессиональным участникам РЦБ и содействует повышению их профессионального уровня.

За восемь месяцев текущего года Госкомценбумаг проверил 35 объектов. Материалы проверок показывают, что подавляющее большинство нарушений законода-

тельства Кыргызской Республики по ценным бумагам связано с первичным распределением акций при приватизации предприятий, проведением общих собраний акционеров, а также невыплатой или неправильным начислением дивидендов акционерам.

На фондовом рынке Кыргызской Республики действуют три лицензированных организатора торгов ценными бумагами: ЗАО «Кыргызская фондовая биржа» (КФБ), АОЗТ «Биржевая торговая система» (БТС) и ЗАО «Центрально-азиатская фондовая биржа» (ЦАФБ). При этом по итогам 2004 г. 86% торговли ценными бумагами в стоимостном выражении приходилось на КФБ.

КФБ была основана в 1994 году. Первые торги акциями и официальное открытие состоялись в мае 1995 года, когда в Кыргызстане активно шел процесс приватизации. На первоначальном этапе своего существования КФБ функционировала в форме членской некоммерческой организации с общим количеством членов 16. В 2000 г. было проведено акционирование КФБ. Одним из главных акционеров стала Стамбульская фондовая биржа. В 2001 г. в состав акционеров вошла Казахстанская фондовая биржа, что позволило КФБ значительно нарастить свой программно-технический потенциал. В настоящее время КФБ является акционерным обществом закрытого типа, образованным при участии 17 акционеров. Институт членства решением общего собрания КФБ упразднен. Отношения с участниками торгов осуществляются на договорной основе.

В соответствии с Законом КР «О рынке ценных бумаг» КФБ разрабатывает и утверждает собственные правила листинга и делистинга ценных бумаг. Для разрешения допуска ценных бумаг в котировальный лист эмитент должен подать в отдел листинга КФБ стандартный набора документов. При положительном решении биржа и эмитент заключают договор о листинге ценных бумаг.

Ценным бумагам эмитента при проведении процедуры листинга может быть присвоена одна из трех категорий котировального листа биржи: А, В или С. Главное различие между этими категориями ценных бумаг заключается в требованиях к собственному капиталу и дате создания организации эмитента. Соответственно для получения категории А собственный капитал эмитента должен быть не менее 5 млн. долларов США в сомах по курсу НБКР и организация эмитента должна существовать (пройти первичную государственную регистрацию в качестве юридического лица) не менее 5 лет. Для категории В организация эмитента должна иметь собственный капитал не менее 1 млн. долларов США и быть созданной не менее 3 лет назад; для категории С — 250 тыс. долларов США и 1 год существования. Остальные требования для включения ценных бумаг в котировальный лист биржи едины для всех категорий.

Биржа вправе исключить ценные бумаги из котировального листа на следующих основаниях:

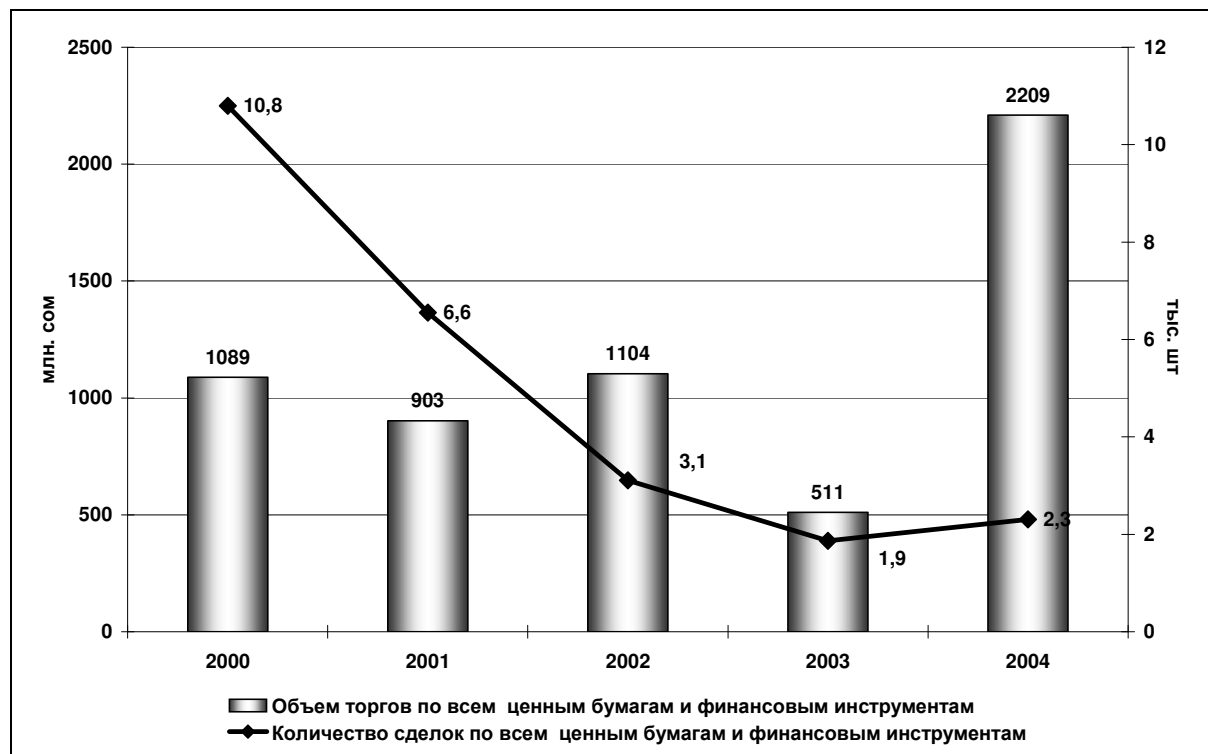


- несоответствие показателей деятельности эмитента требованиям, предъявляемым при включении ценных бумаг в котировальный лист;
- заявление эмитента;
- ликвидация эмитента ценных бумаг или признание эмитента ценных бумаг банкротом;
- аннулирование госрегистрации выпуска ценных бумаг, включенных в котировальный лист;
- истечение срока обращения ценных бумаг;
- невыполнение эмитентом принятых обязательств по договору о листинге.

Некоторые эмитенты решением КФБ могут исключаться из листинга временно. По устранении повлекших это причин эмитент восстанавливается в котировальном листе.

За десять лет функционирования КФБ на ее торговой площадке заключено 34 145 сделок с ценными бумагами, суммарный объем которых составил 6,3 млрд. сомов или 138 млн. долларов США. За последние пять лет, несмотря на уменьшение количества заключенных сделок (диаграмма 10), их объем денежном эквиваленте увеличился в два раза и достиг в 2004 г. 2,2 млрд. сомов или 51 млн. долларов. Данные факты свидетельствуют о том, что объем торгов на фондовом рынке республики небольшой и существенное влияние на него могут оказывать крупные сделки. Так, в настоящее время регулярными игроками фондовой биржи являются 8 компаний. С 2003 г. лишь пятая часть объема торгов приходится на компании, прошедшие процедуру листинга.

Диаграмма 10
Динамика объемов торгов КФБ, 2000-2004 гг.



За январь-август 2005 г. на торговых площадках было совершено 2 263 сделки на общую сумму 787,6 млн. сомов, что на 26% меньше, чем за аналогичный период предыдущего года. По-прежнему более 80% объемов торгов проходит через КФБ.

Была предпринята попытка оживить практически не функционирующий организованный фондовый рынок административными методами. Согласно законодательству, в настоящее время все сделки по акциям должны регистрироваться на КФБ, независимо от того, где эта сделка была совершена. Кроме того, программа приватизации предусматривает выставление на КФБ всех остаточных госпакетов акций. Такая политика возлагает на КФБ несвойственные ей функции и снижает качество биржевого оборота. В настоящее время и в ближайшем будущем роль КФБ объективно ограничена в связи с отсутствием игроков фондового рынка: у населения нет денег, а институциональные инвесторы практически отсутствуют. В итоге КФБ не выполняет ни одной из важнейших функций организованного фондового рынка — оценки стоимости предприятий и источника капитала.

Результаты исследований, проведенных в 2000 г., показывают, что в значительной мере слабость организованного фондового рынка связана и с нежеланием предприятий в нем участвовать. Многие руководители прохладно относились к возможности котировки акций своих предприятий на КФБ — лишь 38% респондентов отнеслись к ней положительно. В случае предприятий, уже котирующихся на бирже (таких предприятий в выборке было немного — всего 13%), более половины

приятый в выборке было немного — всего 13%), более половины руководителей, однако, положительно оценивали этот факт и только 20% — отрицательно. Чаще всего положительное отношение к бирже высказывали респонденты с предприятий, контролируемых внешними негосударственными собственниками, отрицательное — в фирмах с преобладанием рассеянной собственности трудовых коллективов²⁰. Вероятно, негативное отношение к участию в организованном фондовом рынке прежде всего связано с боязнью потерять контроль над предприятием.

3. Система корпоративного управления

3.1. Правовые основы системы корпоративного управления

3.1.1. Модель корпоративного управления

В Кыргызстане принята так называемая континентальная модель корпоративного управления. В отличие от англосаксонской модели, состоящей из двух верховных органов — общего собрания акционеров (высший орган, осуществляющий собственнические функции) и совета директоров (орган, осуществляющий функции управления и надзора), в континентальной модели контрольные и надзорные функции усилены путем их разделения. Эта модель состоит из трех органов — общего собрания акционеров, дирекции или правления (исполнительного органа, осуществляющего оперативное управление) и наблюдательного органа (наблюдательного совета, который в Кыргызстане не совсем правильно называется советом директоров). Вводится также запрет на совмещение функций члена дирекции и члена наблюдательного совета. В большинстве постсоциалистических стран принята именно эта модель управления, поскольку в странах с переходной экономикой, где механизмы т.н. внешнего контроля (в виде финансовых, товарных и прочих рынков) работают недостаточно эффективно, особое значение приобретает т.н. внутренний контроль, осуществляемый собственниками. Причем в Польше, например, трехзвенная система корпоративного управления распространяется не только на все акционерные общества, но и на значительную часть обществ с ограниченной ответственностью.

24 ноября 1994 г. постановлением Правительства Кыргызской Республики было утверждено Положение «О корпоративном управлении», в котором определялись порядок введения корпоративного управления на предприятии, функции совета директоров, правления и менеджеров, взаимоотношения с государственными органами и собственником. Дальнейшее развитие нормативно-правовой базы в области корпоратив-

ного управления было закреплено в Первой части Гражданского кодекса от 8 мая 1996 г., и в Законе «О хозяйственных товариществах и обществах» от 15 ноября 1996 г.

Положения Гражданского кодекса и Закона во многом имели слишком общий характер, и в стране, где не было опыта корпоративного управления в условиях частной собственности и рынка, остро ощущалась недостаточная инструктивная законодательной базы. Кроме того, законодательные акты содержали ряд неточностей и противоречий. Поэтому 26 июля 1997 г. постановлением Правительства Кыргызской Республики было утверждено Руководство по корпоративному управлению в Кыргызской Республике, которое имело целью сопровождение Типового устава акционерного общества.

В руководстве подробно излагалась концепция корпоративного управления, очерчивались принципы, лежащие в ее основе, описывались схемы корпоративного управления, используемые в других странах. Этот нормативный документ, несмотря на своевременность появления, вводил в заблуждение применением новых терминов, не предусмотренных законодательством, а стиль документа больше напоминал популярную статью в экономическом журнале. Не поддается однозначной оценке и Типовой устав акционерного общества. С одной стороны, он конкретизировал расплывчатые и неполные формулировки законодательных актов, с другой стороны, эта конкретизация зачастую ограничивала возможности, предоставленные акционерам по закону, что имело весьма важные последствия, поскольку чиновники требовали, чтобы уставы АО соответствовали Типовому уставу (т.е. де-факто документ более низкого ранга имел большую юридическую силу, чем документы более высокого ранга).

28 января 2003 года, после трех чтений и без малого двух лет пребывания в Законодательном Собрании Жогорку Кенеша Кыргызской Республики, был принят Закон «Об акционерных обществах», который вступил в силу с 8 апреля 2003 года. В то же время утратили силу все вышеупомянутые нормы, за исключением Гражданского кодекса.

В соответствии с Законом в Кыргызстане была закреплена континентальная модель корпоративного управления, при этом органами управления акционерным обществом являются:

- **Общее собрание акционеров** — высший орган управления. К компетенции общего собрания акционеров относятся вопросы, связанные с уставом, реорганизацией и ликвидацией общества; с принятием решений о совершении крупной сделки; с избранием руководителя, членов исполнительного органа общества и

²⁰ И. Лукашова, Г. Фреюк, П. Козаржевский, О. Кан, С. Куклин, *Приватизация промышленных пред-*

членов ревизионной комиссии; с принятием решений о размере и порядке выплаты дивидендов, размеров выплачиваемого вознаграждения и др. вопросов, являющихся существенно важными для успешного функционирования общества.

- **Совет директоров** — орган управления акционерным обществом, осуществляющий общее руководство обществом в период между общими собраниями акционеров. К исключительной компетенции совета директоров относятся вопросы, связанные с определением стратегических целей акционерного общества, с формированием его политики, а также контроля за их реализацией исполнительным органом²¹.
- **Исполнительный орган** — орган, осуществляющий руководство текущей деятельностью общества²². Исполнительный орган организует выполнение решений общего собрания акционеров и совета директоров общества, готовит годовой отчет и бюджет, отчитывается перед советом директоров о финансово-хозяйственной деятельности общества и ходе реализации целей и политики.
- **Ревизионная комиссия** — орган, предназначенный для осуществления контроля за финансово-хозяйственной деятельностью общества.

В Законе вводится запрет на совмещение функций. Члены исполнительного органа и ревизионной комиссии не могут одновременно исполнять обязанности членов совета директоров общества. Кроме того, депутаты Жогорку Кенеша Кыргызской Республики, исполняющие свои обязанности на постоянной основе, члены Правительства Кыргызской Республики, другие государственные служащие не могут быть членами совета директоров, исполнительного органа и ревизионной комиссии общества.

Принятие Закона «Об акционерных обществах» означало значительный прогресс в законодательной базе корпоративного управления. Прежде всего следует отметить его высокую детализацию — наконец-то закон стал (во всяком случае, теоретически) стал исполнять роль не только регулятора, но и «инструкции пользования». В то же время его непосредственными пользователями отмечается, что закон является юридически плохо подготовленным документом. Кроме нецелесообразности и противоречий некоторых норм закона, ими констатируется слабое владение юридическим языком авторов этого нормативно-правового акта.

В частности, уровень защиты прав собственности на уровне предприятия по-прежнему не является оптимальным. Во-первых, законодательство, составлявшееся, по-видимому, под сильным впечатлением от англо-саксонской модели с характерным для нее рассеянием собственности и связанной с этим необходимостью первоочеред-

приятый Кыргызстана.

²¹ По существу, это наблюдательный совет.

²² Он может быть единоличным или коллегиальным (правление, дирекция).

ной защиты миноритариев, отдает предпочтение мелким собственникам и инсайдерам и ограничивает возможность крупных внешних инвесторов приобретать доли в уставном фонде предприятий. При этом реалии экономики Кыргызстана таковы, что мелкие собственники в обозримой перспективе будут оставаться малочисленной категорией инвесторов, в то же время опыт стран региона показывает, что миноритарии могут использоваться стоящими за ними финансово-промышленными группами интересов для осуществления враждебного перехвата собственности. В свою очередь инсайдеры, как правило, не обладают достаточным потенциалом, чтобы улучшить функционирование предприятия. Во-вторых, в законодательстве отсутствует требование увеличения уставного капитала при новой эмиссии акций. Этот курьез аргументируется тем, что издержки, связанные с перерегистрацией акционерного капитала, для многих предприятий оказываются слишком высокими, в связи с чем они отказываются от докапитализации. Однако такое решение искажает информацию о потенциале предприятия (и, следовательно, может тормозить дальнейшее привлечение инвестиций) и ограничивает его ответственность перед кредиторами. В-третьих, в законодательстве недостаточно четко прописаны роль и функции совета директоров, что ослабляет защиту интересов основных категорий акционеров и самого акционерного общества.

Среди других серьезных недоработок, всплывших в связи с применением этого закона и мешающих внедрению эффективной системы корпоративной управления, наиболее часто встречающиеся проблемы касаются: инвесторов, кворума годового общего собрания, выбора совета директоров, осуществления крупных сделок, и сделок с заинтересованностью, соблюдения прав акционеров на участие в собрании и на голосование, полномочий и способа формирования органов акционерного общества.

3.1.2. Раскрытие информации

Ряд внутренних проблем корпоративного управления связан с тем, что собственники не являются непосредственными участниками процесса управления акционерным обществом, а передают свои полномочия управляющим. В этом случае возникает проблема информирования. Собственники компании имеют гораздо меньше информации о финансовом состоянии, техническом состоянии и текущей деятельности общества, чем управляющие, которые осуществляют повседневное управление и обладают достаточными знаниями и навыками, необходимыми для понимания и эффективного использования такой информации²³.

²³ Руководство по корпоративному управлению.

Отсюда вытекает, что обеспечение возможности получения разнообразной и своевременной информации в объеме, достаточном для принятия компетентных решений собственниками, является чрезвычайно важной правовой задачей.

Процесс и порядок раскрытия информации регулируется Законом «Об акционерных обществах» и Положением «О раскрытии информации на рынке ценных бумаг»²⁴.

В Законе определяется перечень документов, к которым руководство АО обязано обеспечить доступ акционеров. К таким документам относятся: учредительные документы, годовые, квартальные и иные отчеты, проспекты эмиссий ценных бумаг, протоколы общих собраний акционеров, заседаний совета директоров, ревизионной комиссии; списки аффилированных лиц с указанием количества и категории принадлежащих им акций и иные документы, предусмотренные нормативными правовыми актами КР, уставом общества, внутренними документами общества, решениями общего собрания акционеров и совета директоров общества.

В Положении «О раскрытии информации на рынке ценных бумаг» определен порядок и глубина раскрытия информации:

- эмитентами ценных бумаг;
- профессиональными участниками рынка ценных бумаг;
- саморегулируемыми организациями;
- владельцами ценных бумаг;

Положение также содержит порядок представления отчетов вышеуказанными лицами в уполномоченный государственный орган по регулированию рынка ценных бумаг.

Кроме того, еще в 2001 г. в целях обеспечения дополнительной защиты имущественных прав инвесторов и акционеров при Госкомценбумаг был образован Государственный фонд хранения и обработки информации рынка ценных бумаг. Главной задачей фонда является повышение информационной прозрачности рынка ценных бумаг, что в первую очередь связано с раскрытием информации на рынке ценных бумаг.

На настоящий момент единственным признаком деятельности данного фонда является открытое предоставление информации о приобретении более 5% акций акционерных обществ республики. Данная информация размещена и регулярно обновляется на электронной странице Госкомценбумаг.

По мнению профессиональных участников РЦБ, ни одно предприятие не хочет раскрывать перед акционерами свои тайны. Контроль за корпоративными отношениями не возложен на конкретную структуру.

²⁴ Утвержденное Постановлением Государственной комиссии при Правительстве Кыргызской Республики по рынку ценных бумаг от 16 декабря 2002 г.

3.1.3. Антимонопольное регулирование

Закон «Об акционерных обществах» определяет некоторые механизмы слияния, присоединения, разделения, выделения и преобразования АО. Вопросы реорганизации общества принимаются абсолютным большинством голосов акционеров, присутствующих на общем собрании. Кворум собрания обеспечивается явкой не менее 60% акционеров, в данном случае включая держателей привилегированных акций. Как правило, решение принимается, исходя из интересов мажоритарных акционеров. Государство при этом не имеет рычагов воздействия на принятие решений в пользу более мелких, миноритарных акционеров. Данные рычаги становятся активными только в ситуации, когда имеют место нарушения антимонопольного законодательства.

Компетентным органом по антимонопольному регулированию является Национальная комиссия по защите и развитию конкуренции при Президенте КР (НКЗРК). Данная структура руководствуется в своей работе Законом «Об ограничении монополистической деятельности, развитии и защите конкуренции» от 1994 г. в редакции от 2003 г. Согласно закону компания не может занимать доминирующее положение на рынке, так как это ограничивает развитие конкурентной среды. Доминирующим считается положение, при котором продукция компании занимает 35% рынка соответствующего товара²⁵.

В превентивных целях НКЗРК осуществляет контроль за слиянием или присоединением АО, так как это может привести к появлению на рынке монополиста. Поэтому процедуры реорганизации акционерных предприятий, которые ведут к расширению масштабов его деятельности, требуют официального разрешения НКЗРК.

В случае, когда акционерные компании, занимающие доминирующее положение, осуществляют монополистическую деятельность или их действия приводят к существенному ограничению конкуренции, НКЗРК вправе принять решение о:

- их принудительном разделении;
- взыскании необоснованно полученной прибыли;
- возмещении причиненных убытков, включая неполученную прибыль предприятий рассматриваемого сегмента рынка;
- наложении денежного штрафа.

Однако в условиях неразвитых систем мониторинга и отсутствия необходимого опыта доказать доминирующее положение того или иного субъекта сложно. На практике не было зафиксировано ни одного процесса разукрупнения монополиста.

²⁵ В некоторых случаях предусматривается установление предельных значений доли рынка антимонопольным органом.

3.1.4. Банкротство

Другим важным с точки зрения корпоративного управления законом является Закон «О банкротстве», принятый в 1997 г. и неоднократно подвергавшийся изменениям. Согласно закону в отношении АО, признанного несостоятельным, применяется процедура специального администрирования, т.е. ликвидация или реорганизация. Процедура банкротства может быть инициирована самим должником. Причем минимально необходимый размер долга составляет 5000 минимальных размеров заработной платы²⁶.

3.2. Механизмы корпоративного управления

3.2.1. Крупные акционеры

Как указывалось выше, законодательство Кыргызстана, как правило, отдает предпочтение защите мелких инвесторов и инсайдеров, что является спорным в условиях, когда одной из самых больших проблем является привлечение крупных внешних собственников. Защита инсайдеров и миноритариев осуществляется, в частности, следующими методами:

- в случае публичного размещения обществом акций и ценных бумаг, акционеры обычно имеют преимущественное право приобретения этих ценных бумаг в количестве, пропорциональном количеству принадлежащих им акций общества. Учитывая изначально инсайдерскую структуру собственности приватизированных предприятий, это приводит к концентрации крупного пакета акций в руках одного акционера или их группы без «выведения» собственности за пределы АО;
- законодательство обязывает лицо, желающее стать обладателем более 50% голосующих акций компании (с учетом уже имеющихся), заблаговременно направить письменное заявление с предложением о приобретении указанных акций (*mandatory bid*);
- распространяющаяся только на приватизированные предприятия специфическая процедура переоценки доли акций учредительного выпуска после проведения дополнительной эмиссии.

Любое физическое или юридическое лицо, которое имеет право прямо или косвенно определять решения АО или оказывать влияние на принимаемые решения является аффилированным. По закону в обязательном порядке аффилированными лицами признаются его должностные лица и акционеры, владеющий пятью и более процентами его голосующих акций. Держатели более 5% акций обязаны в письменной

²⁶ Минимальный размер заработной платы в КР составляет 100 сом

форме уведомлять АО и Госкомценбумаг о принадлежащих им акциях общества с указанием их количества и категорий.

Отмеченной выше особенностью Кыргызстана является также большая роль (по крайней мере, формальная) государства как собственника. По данным на конец 2004 г. государство участвует в 148 хозяйственных товариществах и обществах, представляющих различные отрасли экономики. Общая стоимость государственной собственности в них составляет 10 млрд. 312 млн. сомов, или 68% от общей оценочной стоимости преобразованных государственных объектов. Государство является участником в 132 акционерных обществах. Причем в 85 акционерных обществах государству принадлежит контрольный пакет акций, таким образом, государство является стороной, заинтересованной в осуществлении управления такими АО.

В этом случае Государство вынуждено решать несколько задач: с одной стороны — задачу о передаче пакета акций в доверительное управление, с другой — обеспечение представительства государства в органах управления АО. Для решения этих задач были выработаны положения:

- «О порядке и условиях передачи в доверительное управление акций акционерных обществ, находящихся в государственной собственности»;
- «О государственных представителях в совете директоров акционерных обществ, акции (часть акций) которых закреплены в государственной собственности»;

Было также принято Постановление Правительства КР «Об обеспечении представления интересов государства в органах управления акционерных обществ, акции (часть акций) которых закреплены в государственной собственности»²⁷.

В Постановлении указывается, что кандидатуры для избрания в состав совета директоров и исполнительных органов акционерных обществ с государственным пакетом акций, имеющих стратегическое значение для экономики и экономической безопасности республики, представляются Президентом Кыргызской Республики, согласно Указу Президента Кыргызской Республики «О создании устойчивой системы корпоративного управления в Кыргызской Республике» от 22 октября 1998 г. и Премьер-министром КР, в соответствии с постановлением Правительства КР от 18 августа 2003 г. «О повышении эффективности корпоративного управления в акционерных обществах с государственным пакетом акций.

Данным постановлением утвержден перечень акционированных предприятий, имеющих для республики стратегическое значение. Причем вне зависимости от размера государственного участия, кандидатуры председателей, членов советов директоров, правлений акционерных обществ и руководителей предприятий выдвигаются

Премьер-министром страны и утверждаются на общем собрании акционеров. В случае, если государство является мажоритарным акционером, это приводит к серьезному конфликту интересов.

Еще одним инструментом (практически не работающим) является «золотая акция».

На основании предыдущих исследований и бесед со специалистами можно сделать вывод о том, что роль негосударственных крупных собственников на предприятиях Кыргызстана очень велика. Во-первых, во многих АО (в том числе на подавляющем большинстве приватизированных предприятий) не произошло разделения собственности и управления, т.е. топ-менеджеры одновременно являются крупнейшими акционерами. Во-вторых, даже там, где эти функции разделены, собственники имеют тенденцию к прямому управлению предприятием, минуя установленные законодательством органы и процедуры. С другой стороны, исследования 2000 г. показали, что на предприятиях, перешедших в руки крупных внешних собственников, разделение функций собственности и управления осуществлено в более полной мере, с использованием официальных процедур²⁸.

Трудно сказать что-либо о конфликтах между крупными и мелкими собственниками, особенно если учесть, что последние — это в основном члены трудового коллектива, а внешних миноритариев в стране практически нет. Ситуация в области отношений внутри предприятий выглядит достаточно бесконфликтной. Конфликты могут возникнуть скорее при попытке аутсайдеров установить контроль над предприятиями. Пока что все исследования показывают, что враждебных поглощений в республике происходит крайне мало; вообще, «аутсайдеризация» собственности происходит достаточно медленно. По мере развития рыночных отношений следует, однако, ожидать ускорения этих процессов а, следовательно, и возникновения и нарастания конфликтов между потенциальными внешними инвесторами и инсайдерами, опасющимися потери контроля за своими предприятиями.

3.2.2. Исполнительный орган и совет директоров

Упомянутые выше исследования 2000 г. показали, что кадровый состав исполнительного органа на большинстве предприятий характеризуется высокой степенью воспроизводства элит преобразованного госпредприятия. Свыше 80% нынешних членов правления работали на предприятии до приватизации, причем более 70% — на руководящих должностях, а на 63% предприятий председатель правления до приватизации

²⁷ В редакции постановлений Правительства КР от 18 января 1999 г., 1 сентября 2001 г., 11 октября 2001 г., 8 июля 2004 г.

был генеральным директором этого же предприятия. Т.е. на около 2/3 предприятий никаких существенных изменений в руководящих элитах не произошло. Как и следовало ожидать, больше всего выходцев из инсайдеров оказалось в правлениях фирм, в собственности которых преобладали рядовые работники предприятия, меньше всего — там, где самой крупной группой собственников являлись внешние инвесторы. Аутсайдеры занимали в среднем менее 20% постов в правлениях, при этом в 44% фирм в этом органе нет было вообще ни одного человека «со стороны» (см. таблицу 4).

Таблица 4
Кадровый состав правления и самый крупный собственник (в %)

Пост до приватизации	Государство	Внешние инвесторы	Руководители	Рядовые работники	Всего
Работали на предприятии:	78,2	70,5	85,1	92,2	80,9
1. На посту директора	20,8	21,7	24,2	18,5	21,7
2. На посту заместителя директора, главного бухгалтера, главного инженера	31,8	22,0	32,6	36,0	30,1
3. На других руководящих должностях	18,8	15,7	20,8	23,6	19,5
4. На не руководящих должностях	6,7	11,2	7,6	14,1	9,6
Не работали на предприятии:	21,8	29,5	14,9	7,8	19,1
1. Работали на руководящих постах на государственном предприятии	9,2	9,3	5,4	1,2	6,5
2. На руководящих постах в частном секторе	3,8	6,5	2,2	0,4	3,4
3. В органах государственной администрации	3,1	0,8	1,5	0,7	1,5
4. В местных органах власти	0,5	1,7	0,8	0,4	0,9
5. Частный предприниматель	3,1	2,7	2,3	3,8	2,9
6. Пенсионер	-	0,9	-	-	0,2
7. Прочие категории	2,1	7,7	2,8	1,3	3,7

Источник: И. Лукашова, Г. Фреюк, П. Козаржевский, О. Кан, С. Куклин, *Приватизация промышленных предприятий Кыргызстана*.

Изменения в составе правления, наступившие после приватизации, имели определенную связь с изменениями в структуре собственности. Довольно часто в таком случае происходила полная смена состава правления; там, где собственность не менялась, изменения состава правления носили прежде всего эволюционный характер.

Задачи совета директоров в системе органов власти АО определяют специфику его кадрового состава. Функция этого органа в континентальной модели корпоративного управления — надзор за деятельностью компании в интересах собственников и самой компании — не обязательно должна означать, что все главные категории акционеров должны направлять в него своих представителей, а тем более лично участвовать в его деятельности. В странах с развитой рыночной экономикой в состав этого органа часто избираются специалисты в разных сферах функционирования предприятия. Нередко совет директоров становится также местом согласования интересов собственни-

²⁸ И. Лукашова, Г. Фреюк, П. Козаржевский, О. Кан, С. Куклин, *Приватизация промышленных предприятий Кыргызстана*.

ков и других групп влияния (стейкхолдеров), поэтому в его состав могут вводиться представители трудового коллектива, банков, поставщиков, потребителей и т.п.

Формирование и дальнейшая эволюция кадрового состава советов директоров на предприятиях Кыргызстана происходили во многом подобным образом, как и правления, с тем лишь, что действующие нормативные акты предусматривают возможность выбора отдельными группами собственников «своих» членов совета директоров. Степень прямого воспроизводства элит в советах директоров значительно ниже, чем в правлениях, в то же время значительно выше их не прямое (вертикальное) воспроизводство — значительный процент кадрового состава советов директоров приходится на рядовых работников предприятия (см. таблицу 5).

Таблица 5
Кадровый состав совета директоров и самый крупный собственник (в %)

Пост вне совета директоров	Государство	Внешние инвесторы	Руководители	Рядовые работники	Всего
Являются работниками предприятия:	45,6	59,0	72,2	74,9	63,1
1 На руководящих должностях	26,9	34,3	37,5	41,2	35,0
2. На не руководящих должностях	18,7	24,6	34,7	33,6	28,1
Не являются работниками предприятия:	54,4	41,0	27,8	25,1	36,9
1. Работают на руководящих постах на государственном предприятии	14,9	2,4	6,9	1,5	6,1
2. На руководящих постах в частном секторе	3,9	17,2	6,3	7,4	9,4
3. В органах государственной администрации	15,2	1,8	1,0	2,7	4,5
4. В местных органах власти	1,0	-	-	-	0,2
5. В банке	2,0	1,5	-	0,9	1,1
6. Частный предприниматель	1,7	5,3	6,5	6,4	5,1
7. Представитель иностранного инвестора	1,4	8,0	-	0,9	2,9
8. Представитель государства	12,9	1,9	1,0	-	3,5
9. Пенсионер	-	-	1,6	2,4	0,9
10. Прочие категории	1,4	3,0	4,7	3,0	3,2

Источник: И. Лукашова, Г. Фреюк, П. Козаржевский, О. Кан, С. Куклин, *Приватизация промышленных предприятий Кыргызстана*.

Анализ кадрового состава советов директоров, а также то, что подавляющее большинство их членов (свыше 80%) являлись также владельцами акций предприятия, позволяет сделать два вывода. Во-первых, собственники предпочитают лично участвовать во владельческом надзоре, а не направлять туда своих квалифицированных представителей. Во-вторых, по-видимому, доля представителей групп интересов, не связанных непосредственно с собственностью (стейкхолдеров), в составе советов чрезвычайно мала. Институт независимых членов советов директоров также практически не существует.

Для эффективного корпоративного управления важно правильное распределение функций между этими двумя органами, в том числе эффективное осуществление советом директоров контроля за деятельностью менеджеров. Опросы 2000 г. показали, что, по мнению респондентов, наиболее влиятельной группой, оказывающей влияние на

принятие наиболее важных, стратегических решений, являются органы исполнительной власти. Высокая роль общего собрания акционеров чаще всего подчеркивается на предприятиях с преобладанием собственности рядовых работников. Все это логично в свете сделанного выше вывода о высокой роли собственников в управлении. Совет директоров воспринимается как самый важный орган только в небольшой группе предприятий, где самым крупным собственником является внешний инвестор (в фирмах, контролируемых инсайдерами, этот орган занимает пятое место в иерархии влияния).

Таблица 6
Степень влияния на принятие решений и самый крупный собственник (средние значения ответов по шкале от 1 — «наименее важно» до 7 — «очень важно»)

Лица и органы	Государство	Внешние инвесторы	Руководители	Рядовые работники	Всего
Директор (Председатель Правления)	6,39	6,33	6,20	6,59	6,35
Правление (дирекция)	5,55	6,05	5,78	6,04	5,85
Общее собрание акционеров	5,85	5,54	5,70	6,30	5,80
Совет директоров	4,73	5,64	4,78	5,26	5,09
Владельцы крупных пакетов акций (долей)	4,91	5,31	5,41	4,15	5,03
Трудовой коллектив	4,56	4,40	4,49	5,30	4,63
Профсоюз	3,15	3,35	2,95	3,31	3,17
Местные органы власти	3,39	2,58	2,50	3,22	2,86
Центральные органы власти (министерства и т.п.)	3,76	2,40	2,19	2,33	2,64
Руководство холдинга, группы, концерна (там, где есть)	2,44	1,98	1,84	2,08	2,06
Управляющая группа (там, где есть)	2,16	2,00	1,93	2,19	2,05
Иностранный инвестор (там, где есть)	2,17	2,66	1,55	1,74	2,02

Источник: И. Лукашова, Г. Фреюк, П. Козаржевский, О. Кан, С. Куклин, *Приватизация промышленных предприятий Кыргызстана*.

Таблица 7
Состав, в котором принимаются наиболее важные, стратегические решения на предприятии (в %)

Самый крупный собственник	Решения принимаются:					
	единолично директором	правлением (дирекцией)	единолично собственником	советом директоров	правлением и советом директоров	общим собранием акционеров
Государство	21,2	27,3	-	-	21,2	30,3
Внешние инвесторы	12,5	25,0	5,0	2,5	32,5	22,5
Руководители	13,0	32,6	6,5	2,2	32,6	13,0
Рядовые работники	14,8	18,5	-	7,4	14,8	44,4
Всего	14,1	25,5	3,4	2,7	26,8	27,5

Источник: И. Лукашова, Г. Фреюк, П. Козаржевский, О. Кан, С. Куклин, *Приватизация промышленных предприятий Кыргызстана*.

Опросы показали, что реальные полномочия (как формально существующие, так реализуемые на практике) советов директоров на обследованных предприятиях значительно шире, чем минимум, определенный законодательством. Причем, с одной стороны, довольно часто советы директоров не имели полномочий, которые не только являлись целесообразными для этого органа, но и обязательными в свете законодательства Кыргызстана. С другой стороны, большинство советов директоров было наделено полномочиями, которые не только целесообразно, но и по закону следовало передать

другим органам. На практике, по крайней мере в 1999-2000 гг., советы директоров не всегда пользовались предоставленными им полномочиями. Даже самые важные полномочия реализовывались не более чем на 75% предприятий. Разумеется, некоторыми правами советы директоров в течение двух лет могли не воспользоваться ввиду отсутствия необходимости (например, назначение членов правления, утверждение крупных сделок и т.п.), однако большинство полномочий должно было осуществляться на постоянной основе (см. таблицу 8).

Таблица 8

Полномочия советов директоров обследованных предприятий (в % предприятий, где данное полномочие существует или реализуется)

Полномочия	Полномочия существуют	Реализованы в 1999-2000 гг.				
		Всего	Самый крупный собственник:			
			Государство	Внешние инвесторы	Руководители	Рядовые работники
Полномочия, которые должен брать на себя совет директоров						
Утверждение направлений деятельности Правления	80	75	71	72	85	64
Согласие на изменение условий деятельности АО	72	60	54	58	59	68
Определение вознаграждения для членов Правления	66	57	58	64	53	55
Утверждение планов развития АО	71	62	58	61	62	68
Согласие на изменение профиля деятельности АО	66	50	54	56	50	45
Согласование привлечения больших инвестиций	63	48	50	53	50	36
Согласование осуществления больших сделок	69	55	54	67	50	45
Согласование объединения с другим АО, раздела	56	43	46	56	38	32
Согласование покупки и продажи акций	57	42	42	36	56	27
Контроль и оценка деятельности Правления	78	72	83	72	62	73
Надзор за соблюдением интересов собственников	54	43	25	44	56	50
Полномочия, которые должны брать на себя другие органы						
Увольнение и назначение членов Правления*	57	46	46	44	50	41
Согласование покупки/продажи недвижимости*	73	63	67	75	62	50
Согласование привлечения новых обязательств*	59	46	46	56	38	41
Утверждение баланса и др. финансовых документов	73	72	63	67	76	82
Утверждение Устава предприятия	58	51	50	44	53	55
Утверждение организационного регламента АО	50	40	42	36	38	50
Утверждение распределения прибыли	63	58	54	47	62	73
Установление тарифных сеток	42	36	17	39	41	50
Утверждение производственных планов	51	38	37	42	41	36
Согласование изменения уставного капитала	68	49	50	44	59	45
Контроль бухгалтерии и документов	62	54	46	58	47	64
Контроль хозяйственной деятельности АО	68	56	67	50	53	64
Контроль договоров	46	38	29	36	38	55
Контроль качества	41	33	25	31	41	36
Контроль исполнения решений, принятых Правлением или Общим собранием	72	62	67	61	62	64
Надзор за соблюдением положений по охране труда	49	37	25	33	50	45
Надзор за соблюдением интересов работников	53	43	33	44	47	55

* В ряде случаев это полномочие также может быть передано совету директоров.

Жирным шрифтом выделены наибольшие значения переменной для предприятий с различной структурой собственности.

Источник: И. Лукашова, Г. Фреюк, П. Козаржевский, О. Кан, С. Куклин, *Приватизация промышленных предприятий Кыргызстана*.

Существовали некоторые различия в использовании полномочий советов директоров в АО с различной структурой собственности. Итак, советы директоров на предприятиях, характеризующихся преобладанием собственности:

- государства — были относительно наиболее пассивными;
- негосударственных аутсайдеров — были активными в ключе, сравнительно наиболее соответствующим континентальной модели корпоративного управления;
- руководящих кадров — были не очень активными, причем их деятельность сосредотачивалась прежде всего на вопросах собственности и управления;
- рядовых работников — были относительно высоко активными, однако их деятельность, как правило, входила в сферу компетенции других органов — общего собрания, правления, ревизионной комиссии и даже профсоюза.

Можно сделать вывод о том, что функции надзора в большинстве АО выполняются неудовлетворительно. Одна из основных причин, по-видимому, гносеологическая: такая функция не существовала на государственном предприятии, в связи с чем осознание ее важности, характера и специфики институционального воплощения вызывает в АО, подавляющее большинство которых составляют приватизированные госпредприятия, как правило, особые трудности. Очень часто новые собственники приватизированных предприятий, особенно инсайдеры, не понимают, зачем вообще должен существовать выделенный надзор — ведь существует орган собственников — общее собрание акционеров, которое могло бы само по себе следить за реализацией интересов владельцев акций, а соблюдение интересов компании как таковой или использование совета директоров в качестве платформы согласования интересов вообще является для большинства из них чистой абстракцией.

3.2.3. Рынок корпоративного контроля

Это, пожалуй, наименее исследованная тема в Кыргызстане. На основании ряда данных можно предполагать, что этот рынок пока еще не слишком развит. Во всяком случае, в стране не было ничего хоть сколько-нибудь напоминающего жестокий и широкомасштабный передел собственности в России, что не в последнюю очередь связано с отсутствием в Кыргызстане большого количества действительно привлекательных объектов. Олигархов (в российском понимании) в стране нет.

Не было и сколько-нибудь значительного пересмотра результатов приватизации. Существует, однако, опасность, что эти процессы усилятся после мартовской революции, в ходе и по завершению которой произошел захват ряда объектов частной и государственной собственности, а сама революция использовала лозунг пересмотра итогов приватизации. Т.е. можно ожидать оживления на рынке корпоративного контроля не в связи с его развитием и повышением «цивилизованности», а как раз в связи с недостаточной консолидацией процесса реформ.

Основные механизмы, применяемые при переделе собственности, самые типичные — в основном это покупка акций у акционеров и — значительно реже — на фондовой бирже (из-за недоразвития организованного фондового рынка).

Одним из нарушений принципов корпоративного управления является некорректное поведение реестродержателей акционерных обществ. К такому можно отнести разглашение информации об акционерах или ее использование в личных интересах. В 2004 г. финансовая компания «Капитал», являясь официальным держателем реестра АКБ «Промстройбанк» с одной стороны и заинтересованным игроком рынка ценных бумаг с другой, начала массовую покупку акций миноритарных акционеров «Промстройбанка». Таким образом, обладая информацией о составе акционеров компанией «Капитал» была предпринята попытка враждебного поглощения коммерческого банка. Данная попытка была успешна отражена. Однако, в отношении «Капитала» не было предпринято каких-либо санкций за недопустимые действия.

Кроме того, имели место случаи незаконного силового захвата собственности и смены собственника в ходе судебных и административных процедур.

Роль передела собственности в повышении дисциплины менеджеров недостаточно изучена. Вероятно, она не очень большая из-за узости рынка собственности, недостаточного давления на фирмы со стороны потенциальных инвесторов и повсеместного совмещения функций собственности и управления. В таких условиях менеджерам и компаниям вообще значительно легче «отбиваться» от третьих лиц, стремящихся поглотить эти предприятия.

Легальные методы защиты довольно стандартны и описаны выше. Они определяются, в основном, законами «Об акционерных обществах» и «О рынке ценных бумаг». Это — преимущественное право на приобретение уже существующими акционерами акций новой эмиссии, объявление о скупке акций (*mandatory bid*), введение ограничений на куплю-продажу акций/долей в уставы АО и ООО, антимонопольное регулирование и т.п. Кроме того, акционеры приватизированных предприятий дополнительно защищены специфической процедурой переоценки доли акций учредительного выпуска после проведения дополнительной эмиссии.

3.3. Роль стейкхолдеров

Роль стейкхолдеров законодательно не регулируется и на практике довольно мала. Законодательство не требует введения в органы АО представителей стейкхолдеров. Однако в ходе приватизации, о чем говорилось выше, роль работников предприятия часто была значительной, что наложило свой отпечаток на формирование корпоративного управления в приватизированном секторе экономики. Неформальное влия-

ние стейкхолдеров на функционирование предприятий весьма дифференцировано. В компаниях, где преобладает рассеянная инсайдерская собственность, довольно сильно неформальное влияние рядовых работников. На предприятиях с высокой задолженностью можно встретить большую роль кредиторов, которым иногда удается даже завладеть собственностью. На предприятиях с большой долей госсобственности сильно формальное и неформальное влияние государственной администрации.

3.4. Проблемы внедрения системы корпоративного управления

Для того, чтобы система корпоративного управления заработала в полную силу, нужна непротиворечивая нормативно-правовая база, в которой все действующие документы соответствуют друг другу в части определения требований законности. В настоящее время нормы Закона об АО входят в противоречие с многочисленными правовыми актами министерств, ведомств и других государственных органов, с Законами КР и даже с Конституцией КР²⁹. Отсутствие четко выстроенной системы приоритетов законодательства усиливает имеющую место проблему.

Члены экспертного совета при ГКРЦБ, куда входят наиболее видные участники рынка ценных бумаг, в силу профессиональной деятельности ежедневно сталкивающиеся с проблемами, порожденными нестыковками законодательства, предложили проект изменений и дополнений в действующий закон «Об акционерных обществах». Принятие предложений, выработанных экспертным советом, будут способствовать улучшению практики корпоративного управления. Кроме того, по их мнению, необходимо принятие новой редакции закона «О рынке ценных бумаг», нормы которого необходимо увязать с нормами закона «Об акционерных обществах», так как существующие сегодня проблемы во многом порождены нестыковками двух ныне действующих законов, регулирующих систему корпоративного управления.

Практика корпоративных отношений показала большое нежелание участников корпоративных отношений обращаться в судебные органы. Это происходит из-за большой продолжительности рассмотрения такого рода дел и неотработанных процедур принудительного исполнения решений судов. Примером чего могут служить случаи, когда вновь избранное руководство акционерных обществ не может приступить к исполнению своих обязанностей из-за воспрепятствования этому со стороны прежних руководителей, которых в судебном порядке отрешили от должности.

²⁹ Э.Т. Таранчиев, *Особенности применения Закона Кыргызской Республики «Об акционерных обществах» и вопросы корпоративной культуры*, «Право и предпринимательство», 2003-2004.

Следует отметить, что по мнению многих профессиональных участников РЦБ, одним из самых крупных нарушителей законодательства, мешающем внедрению эффективного корпоративного управления является ФГИ. Двойные стандарты в этой организации ставят под сомнение правомерность многих его решений.

В итоге в Кыргызстане в целом не удалось создать эффективного режима корпоративного управления. Основные причины были связаны с неблагоприятной институционально-правовой средой:

- приватизация в большинстве случаев не привела к улучшению функционирования предприятий или их последующему переходу в руки более эффективных собственников;
- формирующаяся структура собственности недостаточно эффективна и прозрачна. Для нее характерна большая роль инсайдеров (менеджеров) и внешних собственников, связанных с «социалистическим прошлым» сектора предприятий. Это не позволяет преодолеть «наследство социалистического предприятия»: менталитет менеджеров, формировавшийся в условиях плановой экономики, отсутствие опыта функционирования в условиях рынка, управления корпорацией;
- приспособление предприятий к искаженной внешней институционально-правовой среде ведет к закреплению нерыночных моделей поведения (бартер, выплата зарплаты продукцией предприятия, поддержание неплатежей и т.п.), от которых впоследствии им трудно отказаться, особенно в условиях отсутствия менеджеров с опытом управления в рыночных условиях (хотя в последнее время роль нерыночных моделей поведения заметно снизилась). Характерно, что в середине девяностых годов сильнее всего девятидневное, с точки зрения развитых рыночных отношений, поведение (переход на бартер, выплату зарплаты «в натуре» и т.п.) проявлялось на предприятиях, принадлежавших концентрированным негосударственным собственникам, т.к. именно такие фирмы отличались самым высоким адаптационным потенциалом³⁰;
- внешняя среда также не создает для новых собственников и менеджмента достаточно сильных стимулов по повышению экономической эффективности предприятий (в виде налога на недвижимое имущество, банкротств, отсутствия ограничений на свободный оборот собственности), в том числе через передачу собственности в руки тех, кто мог бы ею более эффективно управлять;
- отсутствие на практике разделения функций собственника, управления и надзора — на предприятиях, как правило, правят собственники путем прямого участия в оперативном управлении;

- крайне слабая и искаженная роль надзора: советы директоров часто являются чисто формальным органом; они представляют исключительно интересы собственников и не защищают интересы фирмы как таковой;
- правовое регулирование корпоративного надзора недостаточно четко определяет и разграничивает функции, права и ответственность органов предприятия;
- слабая и искаженная роль государства как собственника: ФГИ практически не осуществляет эффективный владельческий контроль на госпредприятиях и за принадлежащими государству пакетами акций, что приводит к тому, что такие объекты становятся «ничьими» и неформально контролируются (и часто разворачиваются) менеджерами и чиновниками госаппарата.

3.5. Внеправовые методы улучшения корпоративного управления

Какой бы совершенной ни была законодательная база корпоративного управления, внедрение эффективных решений невозможно без стимулирования изменений, исходящего извне правового поля. К этому выводу уже давно пришли правительства, международные организации, крупные корпорации и другие субъекты корпоративного управления в наиболее развитых странах с рыночной экономикой. Тем более насущной эта проблема представляется в постсоциалистических странах, особенно таких, где практически полностью отсутствует исторический опыт функционирования в условиях рынка и частной собственности, а законодательная база весьма несовершенна. Во второй половине девяностых годов в Кыргызстане этой проблеме стало уделяться все больше внимания.

3.5.1. Усилия «сверху»: поддержка развития корпоративного управления на государственном уровне

В 1997 г. Кыргызстану был выделен льготный кредит от АБР на разработку и внедрение стандартов корпоративного управления на предприятиях республики «Корпоративное управление и реформа предприятий». Для реализации данной кредитной линии при аппарате Премьер-министра КР был учрежден Центр по корпоративному развитию (ЦКР). Главной задачей данной структуры стала разработка законодательства в области корпоративного управления и рынка ценных бумаг. Главным продуктом деятельности данного центра стал проект Закона «Об акционерных обществах», принятый

³⁰ П. Козаржевский, Я. Кузьма, *Приватизируемые и приватизированные промышленные предприятия Кыргызстана. Результаты эмпирических исследований.*

впоследствии парламентом. Кроме того, ЦКР принимал активное участие в разработке законодательной базы по вопросам банкротства и оценочной деятельности.

В 2001 г. ЦКР начал реализацию второй фазы кредитной линии АБР по программе «Корпоративное управление и реформа предприятий», в рамках которой предполагалось разработать национальные стандарты корпоративного управления и начать процесс их внедрения. В этот период времени ЦКР проводились интенсивные тренинги с привлечением зарубежных консультантов и тренеров по различным вопросам управления акционерным предприятием, финансовому менеджменту, международным стандартам финансового учета, стратегическому планированию и т.д.

В 2004 г. кредитная линия была закрыта, ЦКР свернул деятельность, а все архивы были переданы в Министерство экономического развития и торговли. К сожалению, данный архив не является публичным, и найти какую-либо информацию о результатах деятельности ЦКР почти невозможно.

В том же 2004 г. был организован Центр по корпоративному развитию при Министерстве экономического развития, промышленности и торговли Кыргызской Республики. Центр является государственным учреждением, ответственным за реализацию проекта технической помощи Азиатского банка развития «Усиление потенциала корпоративного управления и процедур банкротства» и программного кредита АБР «Корпоративное управление и реформа предприятий-2». По существу новый ЦКР при Министерстве экономического развития, промышленности и торговли КР стал преемником ЦКР при аппарате Премьер-министра КР, со следующими задачами:

- создание условий обеспечивающих развитие корпоративного управления в Кыргызской Республике, в том числе в соответствии с принципами корпоративного управления Организации по экономическому сотрудничеству и развитию;
- создание условий, обеспечивающих развитие и эффективное применение процедур банкротства в целях повышения жизнеспособности хозяйствующих субъектов Кыргызской Республики и финансового оздоровления экономики в целом;
- практическая реализация проекта технической помощи АБР «Усиление потенциала корпоративного управления и процедур банкротства», включая выполнение Плана мероприятий на 2004 год по его реализации, утвержденного распоряжением Правительства Кыргызской Республики от 10 марта 2004 года № 135-р;
- выполнение условий программного кредита АБР «Корпоративное управление и реформа предприятий-2»;
- развитие нормативной правовой базы по корпоративному управлению в Кыргызской Республике, а также содействие акционерным обществам в создании систе-

мы внутренних нормативных актов в соответствии с лучшей практикой корпоративного управления;

- содействие созданию благоприятного инвестиционного климата для привлечения инвестиций через фондовый рынок, в том числе путем увеличения числа компаний, прошедших листинг на фондовых биржах;
- повышение прозрачности деятельности акционерных обществ республики;
- повышение уровня знаний и навыков акционеров, кредиторов, должностных лиц, работников акционерных обществ и других заинтересованных лиц в области корпоративного управления и банкротства, и другим вопросам управления компанией, путем реализации обучающих программ;
- широкое информационное обеспечение населения о принципах корпоративного управления и др.

Несмотря на большой спектр задач, стоящих перед ЦКР, никакой общественно видимой деятельности в настоящий момент не отмечается, сайт не поддерживается.

3.5.2. Усилия «снизу»: саморегулирующиеся организации и ассоциации профессиональных участников РЦБ

Правовой основой деятельности саморегулирующихся организаций (СРО) в Кыргызстане является положение «О саморегулируемых организациях профессиональных участников рынка ценных бумаг». По положению СРО является некоммерческой и добровольной организацией. Как правило, СРО имеет свой этический кодекс, обеспечивающий этические нормы ведения брокерско-диллерской деятельности.

На рынке ценных бумаг работает несколько СРО. Например, в 1998 г статус СРО получила КФБ. По состоянию на 2004 г. было зарегистрировано еще три объединения профессиональных участников РЦБ: Ассоциация независимых депозитариев и регистраторов «Уюм» (13 членов), Ассоциация инвестиционных институтов (10 членов) и Ассоциация брокеров и дилеров (10 членов). Кроме того, на развития РЦБ и системы корпоративного управления косвенное влияние могут оказывать профессиональные объединения организаций, работающих в смежных областях. Среди них можно выделить Палату налоговых консультантов (ПНК), Объединение бухгалтеров и аудиторов (ОБА) и Объединение кыргызских оценщиков (ОКО). Одной из основных задач вышеперечисленных общественных организаций является совершенствование законодательства, которое регулирует их профессиональную деятельность, а также оказание консультационных, исследовательских и услуг по обучению. В настоящее время, практически все они вовлечены в процесс разработки новой редакции закона «О рынке ценных бумаг».

4. Выводы и рекомендации

4.1. Выводы

Можно констатировать, что в области корпоративного управления в Кыргызстане произошли весьма существенные позитивные изменения. Прежде всего следует отметить, что в стране, не имевшей ранее опыта частной собственности и рынка, были сформированы институты корпоративного управления. Сначала они были в значительной мере формальными, однако со временем стало происходить их наполнение реальным содержанием, особенно на уровне предприятий. Шел процесс обучения как собственников, так и менеджеров эффективному управлению предприятиями с использованием имеющегося обеспеченного правом инструментария, который из формального требования законодательства превращался в жизненную необходимость, осознаваемую большинством игроков сцены корпоративного управления. Создается впечатление, что период растерянности, связанный с распадом СССР и разрывом хозяйственных связей, с появлением новой, незнакомой среды обитания уже позади.

Этот путь, однако, далек от завершения — несмотря на принятие потенциально наиболее эффективной в условиях Кыргызстана модели корпоративного управления, реальные корпоративные отношения все еще весьма дисфункциональны (недостаточное разделение функций, проблемы с формированием эффективного собственника и т.п.). В основе ограничений эффективного развития корпоративного управления лежит целый ряд причин:

Во-первых, это вещественное и ментальное наследие реального социализма — корпоративное управление развивается в основном на базе приватизированных госпредприятий и в связи с этим отягощено неэффективными формальными и неформальными структурами и привычками, сформировавшимися на этих предприятиях.

Во-вторых, это — незавершенность преобразований, заключающееся как в сохранении значительного государственного сектора, так и все еще недостаточно развитой, а подчас сильно искаженной институционально-правовой средой функционирования предприятий. В настоящее время многие предприятия активно адаптируются, чтобы выжить и развиваться, но приспособляются они к той реальной среде, которая существует и которая сильно отличается от развитых рыночных отношений, а методы адаптации ограничиваются опытом, кругозором и навыками основных игроков.

В-третьих, в стране отсутствуют значительные источники знаний и образцы поведения в области корпоративного управления, характерные для развитых рыночных экономик. В условиях распространения инсайдерской собственности и крайне низкого уровня иностранных инвестиций, особенно «первого эшелона», практически отсутствуют внешние по отношению к предприятиям источники рыночного менталитета и знаний в области корпоративного управления. Большинство менеджеров и собственников вынуждены учиться в основном на собственных ошибках.

4.2. Рекомендации

Улучшение корпоративного управления в Кыргызстане требует комплексного подхода. Совершенствованию законодательной базы должны сопутствовать активные меры по улучшению положения дел и процессов во всех сферах, влияющих на качество корпоративного управления. Основная задача в этой сфере — создание благоприятного правового и институционального климата, способствующего совершенствованию общепринятых норм корпоративного управления и привлечению на предприятия внешних инвестиций.

Следует **усилить защиту прав собственности** в соответствии с духом внедряемой модели корпоративного управления:

- следует перенести акцент с защиты конкретных групп инвесторов (инсайдеров и миноритариев) на защиту всех категорий собственников и обеспечение прозрачности оборота собственности и его максимальной свободы. Это сделает возможным перераспределение акций в пользу наиболее эффективных собственников и предотвратит появление олигархических структур. Для этого необходимо, в частности, уменьшить привилегии инсайдеров (смягчить преимущественное право покупки акций новой эмиссии, отменить положения, предусматривающие возможность восстановления прежних пропорций в структуре собственности после размещения новой эмиссии акций, перерегистрировать закрытые акционерные общества в открытые или хотя бы установить для них максимальный размер уставного капитала) и увеличить ответственность акционеров за инициирование корпоративных споров;
- следует укрепить функцию надзора за управлением на предприятии. Сюда входит, в частности, укрепление роли совета директоров (см. ниже), а также четкое определение полномочий ревизионной комиссии;
- дополнительная эмиссия акций должна в обязательном порядке увеличивать уставный капитал;

- следует четко следовать провозглашенным официальным лозунгам равенства правового режима для внешних и внутренних инвесторов, их прав и обязанностей, т.е. снять все ныне существующие ограничения для иностранных инвесторов и прежде всего — право покупки земли и участия в приватизации некоторых объектов.

Правительство должно сделать все возможное, чтобы показать инвесторам, что органы власти Кыргызстана твердо стоят на позициях защиты инвесторов, кредиторов и договорных отношений и что «революционный» передел собственности остановлен и никогда больше не повторится, а захваченные объекты будут отданы их законным владельцам.

Следует **укреплять корпоративное управление на предприятиях**. Во-первых, должны быть четко законодательно определены функции и полномочия органов предприятия и обеспечено их разграничение. Во-вторых, необходимо укрепление роли совета директоров, который, помимо контроля собственников за предприятием должен исполнять также ряд других жизненно важных функций, как это происходит в большинстве стран с континентальной моделью корпоративного управления (в частности, квалифицированный надзор за управлением в интересах собственников и предприятия как такового и платформа для согласования разнообразных интересов). Для этого представляется целесообразным обязательное создание совета директоров в акционерных обществах, а также внедрение института независимых членов совета директоров.

Следует развивать культуру корпоративного управления, прежде всего стремясь преодолеть навыки и модели поведения, унаследованные с советских времен и приобретенные в ходе функционирования в искаженной институционально-правовой среде. С этой целью, в частности, необходимо внедрение кодекса лучшей практики корпоративного управления, в котором разъяснялись бы основные принципы должным образом функционирующего корпоративного управления в акционерном обществе и содержались конкретные рекомендации по функциям и способу функционирования его органов. Применение кодекса должно быть добровольным, однако в обязательной отчетности и проспектах эмиссии акций общество должно было бы указывать, намерено ли оно следовать кодексу и если да, то какие положения кодекса не применяются и почему (принцип *comply or explain*). Внедрение кодекса позволит не только стимулировать улучшение корпоративного управления на предприятиях, но и повысит прозрачность фондового рынка, что даст возможность внешним потенциальным инвесторам принимать более эффективные решения по размещению капитала.

Необходимо **развитие рынков** капитала обеспечение их прозрачности. Первоочередное значение имеет развитие фондового рынка с целью превращения его в ис-

точник финансовых ресурсов для предприятий, инструмент оценки их эффективности и один из важнейших каналов перераспределения собственности:

- надо способствовать развитию всего фондового рынка, а не только биржи, укреплять прозрачность возникающих структур собственности и защиту прав собственности на внебиржевом рынке;
- следует превратить организованный фондовый рынок в образец качества и прозрачности: строго соблюдать требования, касающиеся допуска акций к биржевому обороту (это должно распространяться и на размещение остаточных госпакетов акций), требования по прозрачности эмитента, а также освободить КФБ от необходимости проводить сделки по акциям, находящимся во внебиржевом обороте;
- следует стремиться создать спрос на организованном фондовом рынке прежде всего в виде институциональных игроков (инвестиционные, а в дальнейшей перспективе, когда появятся предпосылки для проведения глубокой пенсионной реформы, — также пенсионные фонды и пр.);
- следует развивать рынок долговых обязательств (облигации предприятий, ГКВ и т.п.).

Надо также активно использовать механизм банкротства как метод оздоровления предприятий. Этот механизм должен быть хорошо продуман, а его применение должно строгойше контролироваться с тем, чтобы банкротства, так, как это нередко происходит во многих постсоциалистических странах (в частности, в России), не стали использоваться с целью захвата и передела собственности.

Следует **завершить приватизацию государственной собственности и резко сократить участие государства в экономике**. Государство не должно быть предпринимателем. Его доходы должны обеспечиваться за счет налогов, а не дивидендов, а регуляторная функция — преимущественно за счет законов и системы стимулов, а не прямого управления собственностью. Следует принять курс на завершение приватизации путем:

- снятия большинства ныне существующих запретов и ограничений на приватизацию объектов, в частности, большинства объектов инфраструктуры (их приватизация должна предваряться демополизацией и изменением механизмов регулирования), науки и культуры, производства алкогольной продукции, производства золота и части природных ресурсов;
- продажи оставшихся в руках государства пакетов акций; в случае отсутствия спроса акции (особенно оставшиеся в руках государства небольшие пакеты) должны реализовываться на голландском аукционе без минимальной цены.

Для того чтобы приватизация была успешной, необходима постановка взвешенных целей, главной из которых должно стать улучшение экономического состояния приватизируемых объектов (экономическая цель). Этого можно достичь в первую очередь стимулированием передачи имущества в руки более эффективных собственников, являющихся источником не только инвестиций, но и способствующих улучшению корпоративного управления, обеспечивающих доступ к новым технологиям, рынкам и т.п. Привлечение эффективного собственника должно обеспечиваться за счет:

- улучшения общего инвестиционного и предпринимательского климата;
- уравнивания в правах потенциальных отечественных и иностранных участников приватизации;
- активного поиска иностранных инвесторов, прежде всего из «первого эшелона» — наиболее успешных и имеющих высокую репутацию иностранных и международных корпораций.

Приватизация должна восприниматься как стабильная политика, а ее результаты — как окончательные. Пересмотр итогов приватизации должен быть возможен только в случае очевидного нарушения законодательства и при максимальном соблюдении прав собственности.

На предприятиях, где сохраняется значительный госпакет (блокирующий и выше) и которые предназначены для дальнейшей приватизации, однако по разным причинам его продажа в данный момент невозможна или нецелесообразна, этот госпакет следует передавать в доверительное управление с опционом на акции. На предприятиях, не подлежащих приватизации, можно рассмотреть возможность привлечения опытных зарубежных менеджеров.

В случае предприятий, имеющих особо важное значение, полная потеря контроля над которыми нецелесообразна в долгосрочной перспективе, вместо госпакета следует использовать механизм «золотой акции», который дает право вето по важнейшим стратегическим вопросам:

- внесение изменений и дополнений в устав акционерного общества;
- реорганизация и (или) ликвидация акционерного общества;
- заключение особо ответственных хозяйственных договоров, которые согласно уставу акционерного общества требуют согласия общего собрания акционеров.

Это право реализуется на общем собрании, а в состав совета директоров вводится представитель Госкомимущества с правом совещательного голоса. Использование механизма «золотой акции» позволит успокоить тех, кто опасается потери контроля со стороны государства за такими объектами, но ограничит его вмешательство до действительно необходимого минимума.



Следует принять дополнительные меры по **совершенствованию правового поля**, в котором функционируют участники корпоративного управления. В частности, необходимо устранить имеющиеся противоречия в законодательной базе, а также восстановить иерархию правовых актов в практике правоприменения.