

Кульматов Э.С.

**ПРОБЛЕМЫ РАЗВИТИЯ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ В КЫРГЫЗСКОЙ РЕСПУБЛИКЕ В УСЛОВИЯХ ГЛОБАЛИЗАЦИИ МИРОХОЗЯЙСТВЕННОЙ СИСТЕМЫ**

*E.S. Kulmatov*

**PROBLEMS OF THE KYRGYZ REPUBLIC EQUITY MARKET DEVELOPMENT UNDER GLOBALIZATION OF THE WORLD ECONOMY SYSTEM**

УДК: 331.5(575.2)

*В статье рассматриваются проблемы развития рынка ценных бумаг, в Кыргызской Республике. Раскрываются, содержащиеся факторы развития рынка ценных бумаг и предлагается пути ее решения.*

*The problems of development of the securities in Kyrgyzstan are recognized in this article. The author determines the deterrent factors and the ways of solving the problems of development of securities.*

Глобализации мирохозяйственной системы в Кыргызской Республике ставит новые задачи и проблемы по развитию финансовых институтов. Как правило, одной из наиболее важных, оказывающей ключевое воздействие на развитие национальной экономики является рынок ценных бумаг. Ценные бумаги - это денежные или товарные документы, дающие их обладателю имущественные права и право на получение определенных денежных сумм, доходов. К денежным ценным бумагам относят облигации, векселя, денежные чеки.

Фондовый рынок является одним из ключевых механизмов привлечения денежных ресурсов на цели инвестиций, модернизации экономики, стимулирования роста производства. Рынок выполняет достаточно ограниченные функции, главным образом обслуживает переход прав собственности. А привлечение ресурсов для развития компаний идет в малых объемах, которые не могут удовлетворить потребность предприятий в финансовых ресурсах. Основными фуппами проблем, с которыми будут сталкиваться торговые площадки в перспективе, - это ликвидность оборота биржи, раздробленность инфраструктуры фондового рынка и ее несовершенство.

В условиях рыночных отношений ускоренное развитие фондового рынка является особой задачей государственной инвестиционной политики республики. Потребность в различных механизмах и источниках привлечения инвестиций для развития предприятий реального сектора будет подспорьем долгосрочной политики правительства. С другой стороны, быстрое развитие форм акционерной собственности вынуждает предприятия к поиску и внедрению оптимальных решений, новых форм корпоративного управления, которые способствовали бы эффективному развитию компаний и реализации рыночных реформ в целом.

Исследование показало, что рынок ценных бумаг является одним из центральных звеньев в процессе трансформации из плановой системы хозяйственных отношений в рыночную экономику. Становление фондового рынка, как одной из

основных системных составляющих в переходной экономике, и повышение его экономической роли во многом зависят от разработанной и применяемой стратегии, политики развития страны.

Формирующийся рынок ценных бумаг представляет собой становление совокупности экономических отношений по поводу выпуска и обмена ценными бумагами между его участниками, а также создания необходимых институтов рыночной инфраструктуры, обеспечивающих надежное и безрисковое проведение сделок. С другой стороны, «формирующийся фондовый рынок» - это определенное состояние рынка, которое возникло ранее и оказывает влияние под воздействием совокупности условий, современного положения конкретных эмитентов, степени и характера предоставления специальных услуг профессиональными участниками рынка, а также вследствие различных тенденций, сложившихся в экономике в целом.

Существуют две основные функции фондового рынка в экономике, - мобилизация капитала для целей развития предприятий и выражение, подтверждение в хозяйстве прав собственности на стоимость, находящуюся в различных вещественных формах. Остальные функции (например, информационная, перераспределения рисков, поддержания ликвидности, регулирующая, ценообразующая и др.) рынка ценных бумаг в экономике носят подчиненный характер.

Процесс становления регулирования отношений на фондовых рынках постсоветских стран можно подразделить на два основных типа:

*первый* - либеральные методы формирования отношений, когда необходимые формы регулирования порядка взаимоотношений предлагаются и используются самими участниками рынка, при этом участие государства в этом процессе минимально;

*второй* - различные государственные административные методы вмешательства ограничений и регулирования.

Исследование показало, что к отличительным особенностям формирования фондового рынка в переходных экономиках постсоветских стран можно отнести высокую степень торгов акциями узкой группы компаний, представляющих инвестиционно-привлекательные отрасли экономики. Например для Украины такой отраслью является энергетика, в России - нефтегазодобывающая и энергетика, в прибалтийских республиках - банковский сектор, в Кыргызстане - телекоммуникации и энергетика.

Таким образом, главными особенностями формирования торговых систем в постсоветских

странах являются относительно малые размеры, низкая капитализация и ликвидность. Все это в результате, влечет за собой их низкую жизнеспособность. Поэтому количество площадок будет сокращаться, а выживать будут наиболее технически развитые и отвечающие современным требованиям, предъявляемым к инфраструктуре фондового рынка. Низкое предложение капитала и недостаток финансовых ресурсов внутри страны также могут подталкивать торговые площадки и рыночные институты к интеграции в международные или региональные структуры.

Под фундаментальными факторами понимаются явления, происходящие в системе (экономико-социальные, природно-климатические и пр.), обладающие параметрами, свойствами или характеристиками и оказывающие влияние на свойства объекта (рынка ценных бумаг). Прежде всего, - это наличие развитых рыночных экономических отношений субъектов фондового рынка, определяющих структуру материальных активов и являющихся основой для формирования финансовых инструментов, а также соответствующей законодательной базы, обеспечивающей правовую возможность реализации таких отношений. К социально - культурным условиям относятся: склонность населения к индивидуальной экономической активности, степень принимаемого им при этом риска, независимость и самостоятельность деятельности от государства, влияние религиозных и культурных факторов, традиции материального производства, склонность к сбережениям и пр.

Основной проблемой, ограничивающей перспективы быстрого роста фондового рынка республики, являются малые объемы и масштабы экономики. Естественный показатель обслуживания рынком капиталов потребностей рынка в размещении и перераспределении инвестиций может колебаться в пределах от 25 до 50% ВВП (характерно для формирующихся рынков). Поскольку объем ВВП в 2008 г. составил 5035,4 млн. долл. США, объем только корпоративных ценных бумаг, зарегистриро-

ванных в Государственном агентстве по финансовому надзору и отчетности при

Правительстве Кыргызской Республики и обращающихся на фондовом рынке, составляет около 550 млн. долл. США, или около 11% к ВВП. Отношение производства внутреннего валового продукта на душу населения составило в 2008 г. - 959 долл. США. Низкий уровень душевого производства является основным показателем, который относит Кыргызстан к числу малых и компактных экономик.

В 2008 г. основными структурообразующими секторами были: - сельское хозяйство - 25,7%; торговля и услуги - 43,1%; промышленность - 14,5%. Государственный внешний долг Кыргызской Республики, хотя и имеет тенденцию к сокращению с 77,6% к уровню ВВП в 2005 г. до 45,3% к ВВП в 2008 г., однако его совокупный объем является значительным и оказывает сильное давление на развитие экономики. Хотя сокращается внешний долг, еще остается высоким уровень внешнего долга. Все это является отрицательным фактором возможности заимствования инвестиций на международном рынке капиталов, поскольку перекрывает возможности государственного заимствования на мировом рынке, а также корпоративного заимствования.

В 2009 г. Министерство финансов Кыргызской Республики несколько сократило объемы размещения ГКВ, как и прежде поочередно чередуя размещение краткосрочных векселей. В то же время спрос со стороны инвесторов на 3- и 6-месячные ГКВ был на достаточно высоком уровне и в течение всего месяца превышал уровень предложения, в результате этого доходность их снижалась в течение месяца. В сегменте 12-месячных ГКВ спрос на втором аукционе был заметно ниже объема объявленной эмиссии, что отразилось на повышении их доходности на данном аукционе, однако в дальнейшем спрос на них вырос, а доходность их снизилась. В целом за апрель, по сравнению с мартом 2009 г., общая доходность по всем видам ГКВ уменьшилась на 0,43 п.п., до 18,81 процента, в том числе доходность 3- и 6-месячных ГКВ снизилась на 0,8 п.п. и составила около до 19,34% (табл. 1).

*Таблица 1*

**Государственные казначейские векселя (ГКВ)**

	2006	2007	2008	2009			
				январь	февраль	март	апрель
<b>Всего:</b>							
объем продаж (млн. сом., за период)	1296,14	1687,62	2962,78	321,40	384,55	338,70	449,74
темп роста		130,2	175,6	10,8	119,6	88,1	132,8
объем ГКВ в обращении (млн. сом., на конец периода)	1259,76	1733,26	2807,52	2740,62	2948,73	3024,13	3075,04
темп роста		137,6	162,0	97,6	107,6	102,6	101,7
средневзвешенная доходность ГКВ (% за период)	8,82	7,43	14,78	19,27	19,47	19,24	18,81
из них, со сроком обращения:							
<b>3 месяца</b>							
объем продаж (млн. сом., за период)	95,2	245,92	730,54	137,05	194,56	180,00	162,50
объем ГКВ в обращении (млн. сом., на конец периода)	24,94	43,38	354,55	245,66	380,63	511,60	612,06
средневзвешенная доходность ГКВ (% за период)	4,76	4,82	12,66	19,04	19,25	18,66	17,35
<b>6 месяцев</b>							
объем продаж (млн. сом., за период)	146,5	442,02	761,76	106,10	73,29	76,19	175,00
объем ГКВ в обращении (млн. сом., на конец периода)	48,54	217,19	626,4Г	665,75	706,12	630,80	583,59
средневзвешенная доходность ГКВ (% за период)	5,7	5,66	14,35	19,26	19,34	20,14	19,34

<b>12 месяцев</b>							
объем продаж (млн. сом., за период)	425,24	461,84	743,97	78,25	116,71	82,51	112,24
объем ГКВ в обращении (млн. сом., на конец периода)	425,24	461,84	743,97	786,63	855,59	937,35	972,01
средневзвешенная доходность ГКВ (% за период)	6,97	7,02	15,18	19,67	19,91 <sup>1</sup>	19,66	20,12
<b>18 месяцев</b>							
объем продаж (млн. сом., за период)	362,8	312,39	405,56	0,00	0,00	0,00	0,00
объем ГКВ в обращении (млн. сом., на конец периода)	456,55	519,01	536,16	516,16	500,06	462,56	445,56
средневзвешенная доходность ГКВ (% за период)	9,89	9,57	Ц16	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>24 месяца</b>							
объем продаж (млн. сом., за период)	266,4	225,44	320,96	0,00	0,00	0,00	0,00
объем ГКВ в обращении (млн. сом., на конец периода)	304,49	491,84	546,41	526,41	506,33	481,83	461,83
средневзвешенная доходность ГКВ (% за период)	13,19	11,45	16,43	0,00	0,00	0,00	0,00
Данные с учетом ГКВ, размещаемых через областные учреждения							

Рис.1.



Рис.2

**Рынок государственных казначейских векселей**  
(май 2009 г.)

**График 1. Спрос и размещение ГКВ**

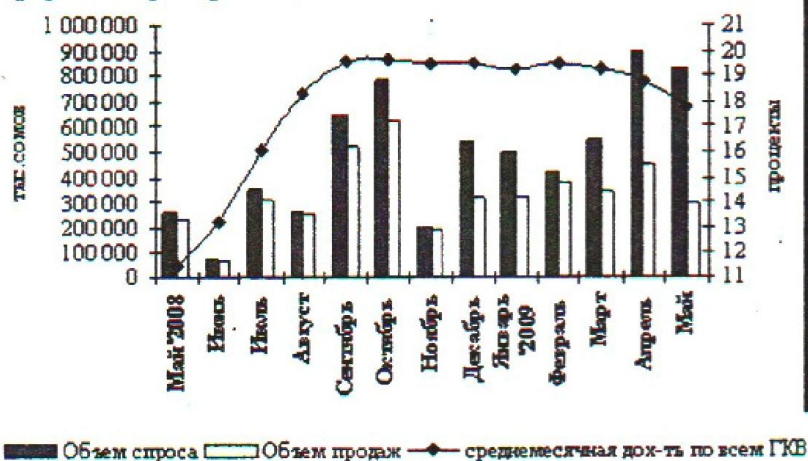


График 2. Динамика объема спроса и предложения и доходности аукционов ГКВ

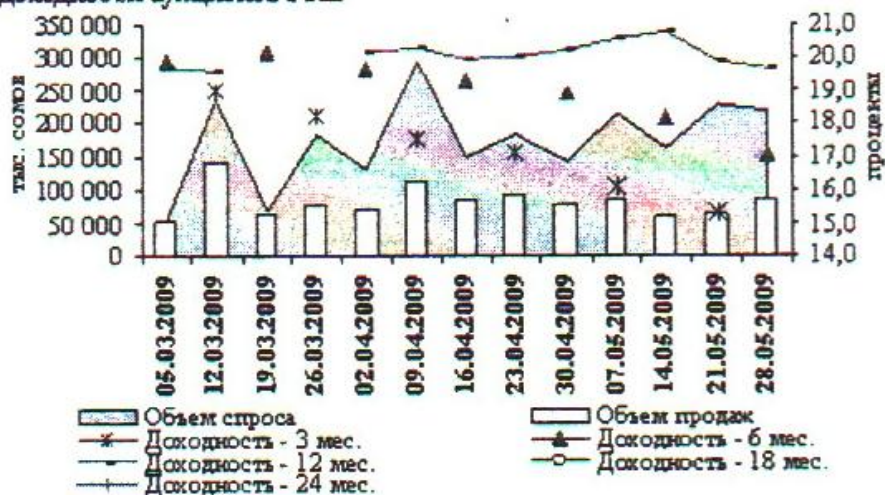
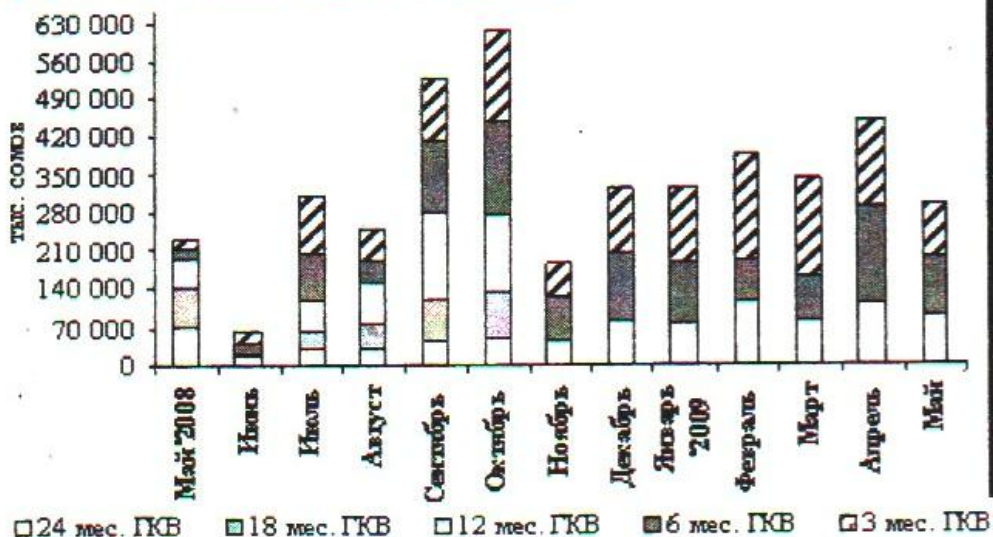


График 3. Динамика объема продаж ГКВ



Среднедневной объем спроса по сравнению с апрелем вырос на 14,1 %, составив 205,5 млн. сом., а объем продаж в среднем за неделю уменьшился на 18,9 %, до 73,0 млн. сом. В структуре продаж удельный вес долгосрочных векселей (12-месячных ГКВ) вырос до 31,5%.

Объем векселей в обращении за месяц сократился на 2,1% и составил 3011,5 млн. сом. на конец мая, при этом дюрация<sup>1</sup> ГКВ сократилась на 8 дней, до 166 дней. Чистое финансирование бюджета за счет ГКВ за месяц имело отрицательное значение и составило -63,8 млн. сом., с начала года было положительным и составило 173,8 млн. сом.

В структуре держателей ГКВ удельный вес коммерческих банков вырос с 84,2 до 86,9 %. Выросла также доля физических лиц-резидентов с 1,1 до 1,2%, в то время как доли институциональных инвесторов и юридических лиц-резидентов сократились с 11,1 до 10,1% и с 3,5 до 1,8%, соответственно. Количество банков-владельцев государственных

казначейских векселей выросло с 16 до 18, а индекс концентрации банковского портфеля ГКВ<sup>1</sup> снизился с

<sup>1</sup> Дюрация рассчитывается как средневзвешенный срок ГКВ до погашения.

<sup>2</sup> Данный индекс показывает степень концентрации ГКВ в портфеле банков. Индекс концентрации рассчитывается по методике расчета индекса Херфиндала-Хиршмана и представляет собой сумму квадратов удельных весов показателя в общем объеме. Индекс принимает значения от 0 до 1. Значение индекса менее 0,10 соответствует низкому уровню концентрации; от 0,10 до 0,18 - среднему уровню концентрации; свыше 0,18 - высокому уровню концентрации. Например, индекс концентрации, равный 0,50, эквивалентен присутствию на рынке двух участников с одинаковыми долями, а 0,3 - трех участников и т.д.

<sup>3</sup> Сведения об операциях РЕПО на вторичном рынке ГКВ приведены в разделе «Межбанковский рынок кредитных ресурсов».

0,19 до 0,16, что свидетельствует о среднем уровне концентрации и эквивалентно присутствию на рынке шести банков с равными долями.

На вторичном рынке ГКВ<sup>3</sup> в мае были заключены сделки по покупке-продаже ГКВ на общую сумму 35,3 млн. сом., средневзвешенная доходность по которым составила 22,9%, а средневзвешенный срок вырос до 154 дней.

В Кыргызской Республике фондовый рынок представлен тремя лицензированными организациями торгов:

1. ЗАО «Кыргызская фондовая биржа» (образована в 1994 г.), количество участников торгов - 14 компаний.

2. ЗАО «Центрально-Азиатская фондовая биржа» (образована в 2004 г.), количество участников торгов - 8 компаний.

3. ЗАО «Фондовая биржа Кыргызстана - БТС» (образована в 2000 г.), количество участников торгов - 10 компаний

Итог по объему торгов на торговых площадках Кыргызской Республики на период с 1 января по 17 июля 2009 г. составил 1 974 775 677 сом., количество сделок с ценными бумагами 4251, в 2008 г. - 4 436 241 926 сом. и 4473 сделки

Объем торгов на ЗАО «Кыргызская фондовая биржа» за период с 1 января по 10 июля 2009 г. составил 1 133 607 477 сом. При этом зарегистрировано 477 сделок с ценными бумагами.

На площадке ЗАО «Фондовая биржа Кыргызстана - БТС» зарегистрировано 3625 сделок объемом 169 457 850 сом.

На торговой площадке ЗАО «Central Asian stock exchange» за указанный период зарегистрировано 149 сделок на сумму 671 710 350-сом. (табл.2).

В 2008 г. поступление иностранных инвестиций составило 1235,4 млн. сом., из них инвестиции на 232,8 млн. сом. из стран дальнего зарубежья, инвестиции на 1002,6 млн. сом. из стран СНГ. В последнее время всего лишь несколько бумаг занимают основной объем рынка - это акции банков.

**Фондовый рынок Кыргызской Республики**

	2008 г.	2009 г.
ЗАО «Кыргызская фондовая биржа»		
Количество сделок	2292	477
Объем торгов	3 128 334 276	1 133 607 477
ЗАО «Фондовая биржа Кыргызстана-БТС»		
Количество сделок	1888	3625
Объем торгов	53 200 765	169 457 850
ЗАО «Central Asian Stock Exchange»		
Количество сделок	293	149
Объем торгов	1 254 706 885	671 710350
Итого по республике		
Количество сделок	4473*	4251
Объем торгов	4 436 241 926	1 974 775 677

Постоянно повышающиеся требования НБКР к коммерческим банкам позволят значительно увеличить объемы на фондовом рынке, а также количество облигаций ОсОО «Абдыш-Ата», торговля которыми фактически занимает более половины оборотов.

В условиях глобализации мирохозяйственной системы, на наш взгляд рынок ценных бумаг - один из наиболее динамично развивающихся сегментов финансового рынка. Для стабильного развития рынка ценных бумаг, считаем необходимым государственная поддержка в области политики привлечения инвестиций, ценообразования, процентных ставок банковского кредита и увеличения доходов населения.

**Литература:**

1. Алехин Б.И. Рынок ценных бумаг. М.: Финансы и статистика, 1991.
2. Банковский вестник КР. Б. - 2009 №10.
3. Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок: Профессиональный курс в Финансовой академии при Правительстве РФ.М.: Перспектива, 1995.

**Рецензент: д.э.н., профессор, член корр. НАН КР Балбаков М.Б.**