

2023-2026-жылдарга Кыргыз Республикасын эл аралык капитал рынокторуна чыгаруу боюнча программа

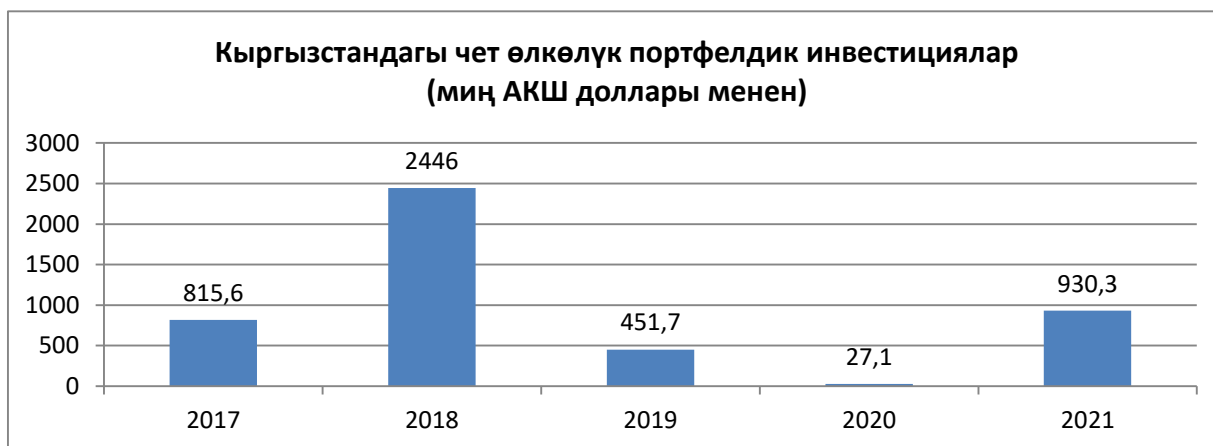
1. Өбөлгөлөр

Акцияларды, облигацияларды жана башка баалуу кагаздарды чыгаруунун эсебинен капиталдын рынокторунан инвестицияларды тартуу жеке жана мамлекеттик секторду өнүктүрүү үчүн каржылоонун негизги булагы болуп саналат. АКШда инвестициялардын 80% фондулук рыноктордон жана болгону 20% банктык каржылоонун эсебинен тартылат. Капиталдын рынокторунан мисалы, облигацияларды чыгаруу же акцияларды жайгаштыруу түрүндөгү инвестицияларды тартуу салттуу насыяларды күрөөгө коюнун зарылчыгы жок алууга, каражат тартуунун азыраак наркына, бир кыйла узак мөөнөттүү каржылоого, бизнестин ишинин ачык-айкындуулугун көбөйтүүгө, корпоративдик башкарууну жана компаниянын натыйжалуулугун жакшыртууга салыштырмалуу бир катар артыкчылыктарга ээ.

Компаниялар көбүнчө жогорку тобокелдиктерден улам банктар каржылабаган капиталдын рынокторунан инвестицияларды тарта алат. Бул өзгөчө инновациялык бизнеске, стартаптарга, жашыл инвестицияларга тиешелүү болот. Өкмөттөр үчүн капиталдын рыноктору бюджеттин тартыштыгын, социалдык программаларды жана инвестициялык долбоорлорду каржылоонун негизги булагы болуп саналат. Дүйнөлүк банктын маалыматы боюнча 2019-жылы эл аралык капиталдын рыногунун көлөмү 178 триллион долларды¹ түзгөн. Баалуу кагаздарды эл аралык рынокторго жайгаштыруу **еврооблигацияларды** же **евробонддорду** чыгаруу деп аталат, алар Европа биржаларында жасалбаса да, евро приставкасы салттуу болуп саналат, аны сатып алуучулар дүйнөнүн каалаган өлкөсүнөн болушу мүмкүн.

Бирок каржылоого мүмкүнчүлүк экономиканы өнүктүрүү үчүн башкы көйгөйлөрдүн бири болгондугуна карабастан, Кыргызстанда жеке сектор да, мамлекеттик да сектор бул мүмкүнчүлүктөрдү иш жүзүндө эч кандай пайдаланбай келүүдө. Улуттук статистика комитетинин маалыматтары боюнча 2017-2021-жылдар мезгилинде Кыргызстанга портфельдик инвестициялар түрүндө болгону 4,6 млн.доллар тартылган.

¹ <https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/a1bcbfc3-a203-4d5b-b64a-b82a80df11a5/PrimerforPolicymakers-PublicRelease.pdf?MOD=AJPERES&CVID=no.kj3u>



2. Негизги көйгөйлөр

2.1 Насыялык рейтингдер

Облигацияларды жайгаштыруу жана IPO жүргүзүү аркылуу ата-мекендик компаниялардын капиталдын эл аралык рынокторуна чыгуусу үчүн бир катар шарттарды аткаруу зарыл. Биринчиден, кредиттик рейтингдерди жакшыртуу аркылуу дараметтүү инвесторлор үчүн тобокелдиктерди азайтуу. Төмөн кредиттик рейтингдер каржылоонун баасын өтө жогорулатат, анткени инвесторлор жогорулаган тобокелдиктер үчүн кошумча сыйлыкты да кошо эсептейт.

Эл аралык рейтинг агенттиктери ыйгарган суверендүү кредиттик рейтинг тигил же бул өлкөнүн баалуу кагаздарынын тобокелдигин баалоо үчүн негиз болуп саналат. Көпчүлүк инвесторлор алардын баасына өзгөчө басым жасаган бир кыйла кадыр-барктуу рейтингдик агенттиктердин чоң үчүлүгү Standard & Poor's, Moody's Agency жана Fitch Agency болуп саналат. Жалпысынан алар рыноктун 95% камтыйт. Эл аралык практикада түзүлгөн тигил же бул өлкөдөгү жеке компаниянын же банктын насыялык рейтинги өлкөнүн суверендүү насыялык рейтингинен жогору болушу мүмкүн эмес. Кыргызстан Standard & Poor's, Moody's Agency жана Fitch Agency агенттигинен 2015-жылы биринчи жолу суверендүү насыялык рейтингди алган. Кыргызстанга B2 рейтинги берилген, бул жалпысынан инвестициялык эмес жана алып сатарлык көрсөткүч катары бааланат. 2022-жылы Moody's Agency агенттиги Кыргыз Республикасынын суверендүү насыялык рейтингин B3 деңгээлине чейин төмөндөткөн. Бул инвесторлор өтө олуттуу кирешелүүлүк болгондо гана мындай рейтингге ээ болгон

баалуу кагаздарга инвестиция салат дегенди билдирет, бул каржылоону өтө кымбат кылат.

2.2. Капиталдын эл аралык рынокторунда мамлекеттик баалуу кагаздардын жок болушу

Кыргызстанда мамлекет өзүнүн көз карандысыздыгынын тарыхында эки тараптуу жана көп тараптуу донорлордон жана зарыл болгон учурда кыска мөөнөттүү мамлекеттик казыналык векселдерди МКВ жана узак мөөнөттүү мамлекеттик казыналык облигацияларды МКО чыгаруу аркылуу капиталдын ички рыногунан зарыл болгон каражаттарды алууну тандоо менен, каржылоону алууга капиталдын эл аралык рынокторуна эч качан чыккан эмес.

Министрлер Кабинетинин 2022-жылдын 1-июлундагы № 357 токтому менен бекитилген 2022-2024-жылдарга Кыргыз Республикасынын мамлекеттик карызын башкаруунун стратегиясында “Карыздык оорчулуктун учурдагы деңгээлин жана андан келип чыгуучу Кыргыз Республикасынын карызынын туруктуулугунун мүмкүн болгон чакырыктарын эске алуу менен, капиталдын эл аралык рыногунда мамлекеттик карыз алууну жүзөгө ашыруу менен байланышкан потенциалдуу чыгымдардын жана тобокелдиктердин табиятын жана масштабын түшүнүү менен Кыргыз Республикасынын Министрлер Кабинети тышкы финансы рынокторунда чет өлкөлүк валютадагы облигацияларды чыгаруудан жана жайгаштыруудан карманат” деп көрсөтүлгөн.

Бирок эгер Кыргыз Республикасынын мамлекеттик карызынын түзүмүнө карасак, бюджеттин тартыштыгын жана мамлекеттик чыгымдарды каржылоо үчүн ички рыноктон мамлекеттик баалуу кагаздарга каражаттарды тартуунун туруктуу өсүшүн көрүүгө болот. Кыргыз Республикасынын ички мамлекеттик карызы 2017-жылдан 2021-жылга чейин 30,9 млрд.сомдон 72,3 млрд. сомго чейин көбөйгөн. Бул мамлекеттик карыздын көпчүлүк бөлүгүн 2, 5 жана 10 жылдык мөөнөткө мамлекеттик казыналык облигациялар түзөт, алардын көлөмү 2017-жылы 27 млрд.сомдон 2021-жылы 70,6 млрд. сомго чейин өскөн.



Эгерде донорлордон каржылоону алуу наркы өтө төмөн болсо, анда 2022-жылы өткөрүлгөн акыркы аукциондордун жыйынтыгы боюнча капиталдын ички рыногунан тартуунун наркы 5 жылдык облигациялар боюнча 15%ды жана 10 жылдык облигациялар боюнча 15,5% ды түзгөн, бул бир кыйла жогорку финансылык жүктөм болуп саналат. Ички мамлекеттик карыздын көлөмү дайыма өсүүдө, анткени эл аралык донорлордун каржылоосу ийкемдүүлүктүн жетиштүү деңгээлине ээ эмес, ал конкреттүү инвестициялык долбоорлорго жана программаларга бөлүнөт жана өкмөттүн учурдагы чыгымдарын жабуу үчүн колдонулбайт. Калктын жан башына ИДПнын акырындык менен өсүшү менен Кыргыз Республикасы үчүн эл аралык финансылык уюмдардан насыя алуу шарттары кыйындайт, жакынкы келечекте Кыргызстан **MAP** шарттарында зайымдарды ала албайт. Мамлекет мамлекеттик карызды каржылоо үчүн мамлекеттик баалуу кагаздарды чыгарууну кеңири колдонууга аргасыз болот жана мындай учурда мамлекеттик баалуу кагаздардын капиталдын эл аралык рынокторуна чыгышы ички рынокто зайымдарды алууга жакшы альтернатива болот, ал арзан каржылоону тартууга жана бюджеттин түйшүгүн азайтууга мүмкүндүк берет.

Ошондой эле капиталдын эл аралык рынокторунда мамлекеттин болбогондугу айрым компаниялардын ал жакка чыгуусун кыйындатат же мүмкүндүк бербейт, анткени инвесторлордо рынок үчүн бенчмарк жок жана бул учурда алар тобокелдиктин максималдуу деңгээлин эсептөө менен сыйлоонун өтө жогорку чени боюнча гана инвестиция салат.

Маалымкат. Борбордук Азияда суверендүү еврооблигацияларды чыгаруу тажрыйбасы

КМШ мамлекеттеринин ичинен Кыргызстан жана Түркмөнстан гана мамлекеттик баалуу кагаздар менен капиталдын эл аралык рыногуна чыга элек. Казакстан казакстандык фирмаларга батыштын насыяларын алуу мүмкүнчүлүгүн ачып, 1996-жылдан тартып еврооблигацияларды чыгарган. Бүгүнкү күндө казакстандык корпорациялар мамлекеттин өзүнө караганда еврооблигациялардын туруктуу эмитенттери болуп саналат, жүздөгөн казакстандык компаниялар жана банктар эл аралык биржаларга чыккан, экономикага он миллиарддаган доллар тартууда. 2018-жылы Казакстан жылдык 1,55% менен бардыгы 525 млн евро суммага беш жылдык еврооблигацияны саткан, бул ошол учурдагы постсоветтик өлкөлөр үчүн рекорддук төмөн көрсөткүч болгон жана 10 жылдык америкалык мамлекеттик баалуу кагаздардын кирешесинен болгону 0,1%га кымбат болгон.

Тажикстан еврооблигация рыногуна 2017-жылы 10 жылдык баалуу кагаздарды 7,125% менен 500 млн доллар суммага жайгаштырган. Инвесторлордун суроо-талабы болжол менен 4 миллиард долларды түзгөн, бул баштапкы кирешени 8%га кыскарткан. Алынган каражат Рогун ГЭСинин курулушуна жумшалууга тийиш эле.

Өзбекстандын Өкмөтү еврооблигация рыногуна алгач 2019-жылы чыккан. Чыгаруу 2024-2029-жылдарда 500 млн долларды төлөө менен эки траншка бөлүнгөн.

Инвесторлордун суроо-талабы жайгаштыруу көлөмүнөн дээрлик төрт эсе ашкан жана китеп жабылганга чейин болжол менен 150 институционалдык инвестордон 3,8 млрд долларды түзгөн. Бул табыштамаларды топтоонун жүрүшүндө кирешелүүлүк боюнча багыттамааны жылдык 5,625–5,75% жана 6% дан жылдык 4,75% жана 5,375% га чейин төмөндөтүүгө мүмкүндүк берген.

Өзбекстандын евробонддорунун негизги бөлүгүн англиялык инвесторлор сатып алган — 39% (беш жылдык) жана 32% (он жылдык), АКШ инвесторлору 23% жана 31%, континенталдык Европадан — 32% жана 27%, Азия, Жакынкы Чыгыш жана Түндүк Африка өлкөлөрүнөн келген инвесторлор 6% жана 10% сатып алган.

Дебюттук чыгарылышты жайгаштыруунун уюштуруучулары: JP Morgan, Citi, ошондой эле россиялык Газпромбанк болгон.

2020-жылы Өзбекстан еврооблигациянын 2030-2023-жылдарда төлөө мөөнөтү менен 555 млн долларлык эки траншын жана 2 трлн сумду чыгарган. Заказдар 3,8 млрд долларды жана 5 трлн сумду түзгөн.

Торуктардын жыйынтыктары боюнча жылдык 3,7% кирешелүүлүк менен 555 млн долларга доллардык транш 10 жылдык мөөнөткө чыгарылган

(төлөө мөөнөтү — 2030-жылдын 25-ноябры). Сум менен көрсөтүлгөн евробонддор жылдык 14,5% кирешелүүлүк менен 2 трлн сум 3 жылга жайгаштырылган (2023-жылдын 25-ноябры).

Ошол эле учурда Өзбекстандын финансы министри “Өкмөт облигацияларды каражаттарды тартуу үчүн эмес, өзбек рыногу үчүн бенчмарк түзүү үчүн жайгаштырат. Биз өзбек компанияларынын да эл аралык финансы рыногуна чыгышын каалайбыз” деп билдирген.

2.3. Начар корпоративдик башкаруу

Капиталдын эл аралык рынокторуна чыгуунун негизги шарты компанияда сабаттуу башкаруунун болушу болуп саналат, анткени еврооблигацияларды чыгарууга же компаниянын эл аралык IPOго чыгуусуна даярдык көрүү бир топ даярдоо иштерин, эл аралык стандарттар боюнча деталдуу жана ачык финансылык отчеттуулукту, иштин натыйжалуулугун жана бизнестин кирешелүүлүгүн талап кылат. Компаниянын жетекчилиги баалуу кагаздарды жайгаштыруунун жүрүшүндө мүмкүн болушунча көбүрөөк каалоочуларды тартуу жана максималдуу ыңгайлуу шарттарда каражаттарды алуу үчүн алардын минималдуу тобокелдиктерди ала тургандыгына инвесторлорду ишендирүүгө тийиш. Кыргызстанда мамлекет бир нече активдерге ээ, алар тийиштүү даярдыкта болсо эл аралык фондулук биржаларга баалуу кагаздардын бир бөлүгүн жайгаштырууда бир нече миллиард доллар тарта алат, мисалы РСК жана Айыл банк же Кыргызтелеком, бирок учурдагы башкарууда муну жасоого мүмкүн эмес. Компаниялардын Директорлор кеңешинде көз карандысыз директорлордун болбогондугу жалпысынан компаниялардын наркын, потенциалдуу инвесторлор тарабынан ишенимди жана мындай компанияларды фондулук аянтчага чыгаруу мүмкүнчүлүгүн азайтат.

Кыргызстанда көз карандысыз директорлорго карата талаптар “Акционердик коомдор жөнүндө” Мыйзамдын 2017-жылдын 28-июлундагы редакциясында чагылдырылган. Бирок кийин көз карандысыз директорлорду көрсөтүү, дайындоо жана квалификациялоо эрежелерин жөнгө салуучу мыйзамдык актылар менен колдоого алынган эмес. Ошондой эле көз карандысыз директорлордун негизги функциялары бекитилген эмес: акционерлердин атынан компаниянын ишин контролдоо, өнүгүүнүн стратегиялык багыттарын аныктоого катышуу, дивидендик төлөмдөр жөнүндө чечим кабыл алууга катышуу, уюмдагы корпоративдик башкаруунун сапатын көзөмөлдөө жана башкалар. Эл аралык практикада компаниялардагы көз карандысыз директорлор 80-85%, Россияда – 40%

түзөт, Кыргызстанда көз карандысыз директорлор институту акционердик коомдордо, чет өлкөлүктөр катышкан компанияларда гана бар.

3. Зарыл болгон кадамдар

3.1. Суверендүү насыялык рейтингди жакшыртуу

2022-жылдын жыйынтыгы боюнча Moody's Agency агенттиги Кыргыз Республикасынын суверендүү кредиттик рейтингин B2 деңгээлинен B3 деңгээлине чейин төмөндөткөн.

Негизги себеп Кумтөргө байланышкан инвестициялык талаш-тартыштар жана Россиядагы экономикалык кризис болуп саналган, бул экономикалык өсүштүн кыскарышына алып келип, акча которуулардын жана экспорттун деңгээлине терс таасирин тийгизүүдө. Ошондой эле агенттиктин баалоо рейтингинин төмөндүгүнүн себеби мамлекеттин экономикалык күчүнүн төмөндүгү, маалыматтардын ачык-айкындуулугун эске албаганда, өтө начар мамлекеттик институттар, фискалдык туруктуулуктун орточо баалары жана банк секторунун долларлашуусунун жана жогорку саясий тобокелдиктердин тобокелдигине карата өлкөнүн орточо деңгээли болуп саналат.

Мындай рейтинг өтө алып сатарлуу болуп саналат жана ыңгайлуу шарттарда капиталдын эл аралык рыногунан каражат тартууга жол бербейт. Рейтинге терс таасирин тийгизген Кыргыз Республикасынын көптөгөн көрсөткүчтөрү, мисалы, экономиканын аз өлчөмү, калктын жан башына болгон кирешенин төмөндүгү, мигранттардан жана алтынды экспорттоодон жогорку көз карандылык кыска жана орто мөөнөттүү келечекте өзгөрбөйт, бирок институттарды күчөтүү, инвестициялык климатты жана макроэкономикалык көрсөткүчтөрдү жакшыртуу боюнча түзүмдүк реформаларды жүргүзүү аркылуу рейтингди жакшыртуу боюнча бир катар кадамдарды жасоого болот.

Бул иш эң жогорку деңгээлде жетектелүүгө, мониторингдин туруктуу механизми менен колдоого алынууга тийиш. КР Экономика жана коммерция министрлигинин, КРУБдун жана КР Президентине караштуу Инвестициялар боюнча улуттук агенттиктин катышуусу менен КР Финансы министрлигинин алдында анын саясаты суверендүү насыя рейтингине таасирин тийгизген негизги мамлекеттик орган катары суверендүү рейтингди жакшыртуу боюнча жогорку деңгээлдеги туруктуу иштөөчү жумушчу топту түзүү сунушталат.

Рейтингди жакшыртуу үчүн зарыл болгон чаралардын бир бөлүгү Программаны ишке ашыруунун иш-аракеттер планында көрсөтүлгөн, бирок жумушчу топ эл аралык рейтингдик агенттиктер менен консультацияларды жүргүзүү аркылуу кошумча чараларды иштеп чыкса болот.

3.2. Суверендүү еврооблигацияларды чыгаруу

Азыркы учурда Финансы министрлиги мамлекеттик еврооблигациялардын биринчи чыгарылышына даярдык көрө башташы керек. Суверендүү кредиттик рейтингдин учурдагы төмөн деңгээлине байланыштуу аларды салыштырмалуу жогорку пайыздарга жайгаштыруу, биринчиден кийинки чыгарууларды жайгаштыруу үчүн зарыл болгон тажрыйбаны жана институционалдык эс тутумду жаратат. Экинчиден, Кыргыз Республикасынын насыя тарыхы түзүлө баштайт, бул инвесторлордун кабыл алуусун андан ары жакшыртууга жана кыйла төмөн пайыздык чендерге шарт түзөт. Үчүнчүдөн, еврооблигациялар боюнча шарттар, эгерде алар ички рынокто жайгаштырылган МКОго караганда бир кыйла пайдалуу болсо, бюджетке болгон фискалдык жүктү азайтууга мүмкүндүк берет. Ошондой эле суверендүү еврооблигацияларды жайгаштыруу ата мекендик жеке компаниялардын рынокко чыгуусу үчүн бенчмарк түзүүгө мүмкүндүк берет. Бюджет үчүн тобокелдиктерди азайтуу максатында еврооблигациялардын биринчи чыгарылышын 200-300 млн. АКШ доллары суммага минималдуу көлөмдө жүргүзүү сунушталат.

Инвесторлор инвестициялардын кайтарымдуулугун камсыздоо үчүн жетиштүү кирешелүүлүккө ээ болгон конкреттүү инвестициялык долбоорду каржылоо үчүн чыгарылган еврооблигацияларга көбүрөөк кызыгары эл аралык практика көрсөтөт. Бул чыгарылган еврооблигациялардын кирешелүүлүгүн төмөндөтүүгө жана аларды тейлөө жана төлөө боюнча бюджеттин жүгүн азайтууга мүмкүндүк берет. Эл аралык аэропортторду реконструкциялоону, ГЭСтерди курууну, акы төлөнүүчү автожолду же темир жолду курууну, мамлекеттик банктарды капиталдаштырууну мындай жогорку рентабелдүү долбоорго киргизсе болот.

3.3. Мамлекеттик компанияларда корпоративдик башкарууну жакшыртуу жана аларды эл аралык рынокторго чыгарууга даярдоо

Мамлекеттик компанияларда корпоративдик башкарууну жакшыртуу аларды реструктуризациялоо, натыйжалуулугун жогорулатуу жана капиталдын эл аралык рыногуна андан ары чыгуу боюнча стратегияны түзүүгө жана ишке ашырууга мүмкүндүк берет. Бул процессте тандалган мамлекеттик компаниялардын директорлор кеңеши негизги ролду ойноого тийиш. Каражаттарды тартуу үчүн бир кыйла чоң потенциалга ээ болгон пилоттук компания катары РСКны, Айыл банкты жана Кыргызтелекомду аныктоо сунушталат. Бул компаниялар капиталдын эл аралык рыногуна, мисалы Лондон фондулук биржасына чыккан учурда алына турган

инвестициялардын болжолдонгон көлөмү акциялардын мамлекеттик контролдоо пакети сакталган учурда 3-5 миллиард АКШ долларына, ал эми толук менчиктештирилген учурда 7-9 миллиард долларга бааланат.

2017-жылдын 28-июлундагы № 154 Кыргыз Республикасынын Мыйзамын ишке ашыруу үчүн ченемдик актыларды кабыл алуу зарыл, ага ылайык директорлор кеңешинин курамынын кеминде 30 пайызы директорлор кеңешинин көз карандысыз мүчөлөрү болууга тийиш. Ошондой эле директорлор кеңешинин курамына зарыл болгон тажрыйбалуу жана квалификациялуу чет өлкөлүк жарандарды тартуу үчүн шарттарды түзүү зарыл.

Программаны ишке ашыруу боюнча негизги орган Кыргыз Республикасынын Финансы министрлиги болууга тийиш, ал өзүнүн функциялык милдеттерине жана башка мамлекеттик органдардын иш-аракеттерин координациялоо мүмкүнчүлүгүнө ээ. Техникалык колдоону Инвестициялык кеңештин катчылыгы да көрсөтө алат. Инвестициялык кеңештин отурумдарында Кыргызстанга капиталдын эл аралык рынокторунан инвестицияларды тартуу боюнча программаны ишке ашыруунун жүрүшүн дайыма угуу сунушталат.