

МАХКАМОВ Нуриддин Хусниддинович,
стажер-исследователь Института
прогнозирования и макроэкономических
исследований при Кабинете Министров
Республики Узбекистан

ВЗАИМОДЕЙСТВИЕ МЕЖДУ ФИНАНСОВЫМ И РЕАЛЬНЫМ СЕКТОРАМИ ЭКОНОМИКИ ПОСРЕДСТВОМ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

УДК 336.763.061.7

МАХКАМОВ Н.Х. ҚИММАТЛИ ҚОҒОЗЛАР БОЗОРИДА ИҚТИСОДИЁТНИНГ МОЛИЯВИЙ ВА РЕАЛ СЕКТОРЛАРИ ЎРТАСИДАГИ ЎЗАРО МУНОСАБАТЛАР

Мақолада жамғармалар тўпланиши ва уларни қимматли қоғозлар бозори орқали инвестицияларга айлантириш жараёни кўриб чиқилган. Ўзбекистоннинг қимматли қоғозлар бозорининг биржа сегментидаги асосий жараёнлар, шунингдек, давлатнинг қимматбаҳо қоғозлар бозоридаги молиявий аҳволи акс эттирилган.

Таянч иборалар: иқтисодиётнинг молиявий ва реал секторлари, молиявий воситачилар, жамғармалар, инвестиция, акциялар, облигациялар, биржа ва депозитарий.

МАХКАМОВ Н.Х. ВЗАИМОДЕЙСТВИЕ МЕЖДУ ФИНАНСОВЫМ И РЕАЛЬНЫМ СЕКТОРАМИ ЭКОНОМИКИ ПОСРЕДСТВОМ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

В статье рассмотрен процесс аккумуляции сбережений и трансформации их в инвестиции посредством рынка ценных бумаг. Отражены основные тенденции в сегменте фондового рынка Узбекистана, а также финансовое состояние рынка государственных ценных бумаг.

Ключевые слова: финансовый и реальный секторы экономики, финансовые посредники, сбережения, инвестиции, акции, облигации, биржа, депозитарий.

MAKHKAMOV N.KH. INTERACTION BETWEEN THE FINANCIAL AND REAL SECTORS OF THE ECONOMY THROUGH THE SECURITIES MARKET

There is discussed in the article process of accumulating savings and transforming them into investments through the securities market. The main trends of the stock market segment of the financial market of Uzbekistan and as well the government securities market's financial situation is exposed.

Keywords: financial and real sectors of the economy, financial intermediaries, savings, investments, stocks, bonds, stock exchange and depository.

Аккумуляция сбережений и трансформация их в инвестиции осуществляется финансовыми посредниками и государством и происходит посредством нескольких каналов. Одним из важнейших является канал рынка ценных бумаг или фондового рынка.

Преимущества рынка ценных бумаг финансирования модернизации и доступа к высоким технологиям связано с тем, что механизм фондового рынка позволяет:

- привлекать необходимые финансовые ресурсы по более низкой цене в результате эффекта масштаба на более широком рынке;
- приобретать пакеты акций высокотехнологичных компаний и участвовать в их деятельности и корпоративном управлении;
- давать инвесторам возможность проводить диверсификацию и разделение рисков;
- осуществлять слияния и поглощения бизнес-структур.

В Приоритетных направлениях развития и либерализации экономики в рамках Стратегии действий по пяти приоритетным направлениям развития страны в 2017-2021 гг. отмечено развитие фондового рынка как альтернативного источника привлечения капиталов и размещения свободных ресурсов предприятий, финансовых институтов и населения¹.

Рынок ценных бумаг подразделяется на два больших сегмента: рынок государственных ценных бумаг и рынок корпоративных ценных бумаг.

Рынок государственных ценных бумаг. Государственные ценные бумаги (ГЦБ) активно используются при проведении центральными банками денежно-кредитной политики. На практике это означает регулирование с помощью государственных обя-

¹ «О Стратегии действий по дальнейшему развитию Республики Узбекистан». Режим доступа - <http://strategy.regulation.gov.uz/ru/document/1>

зательств размеров денежной массы, находящейся в обращении. Рынок государственных ценных бумаг – это особая форма торговли финансовыми ресурсами, которая опосредствуется выпуском и обращением государственных ценных бумаг, которые считаются наиболее ликвидным и наиболее надежным видом капиталовложений. Стратегической целью развития рынка государственных ценных бумаг становится преобразование государственных заимствований в систему трансформации сбережений населения в инвестиционный ресурс. Рынок государственных ценных бумаг Узбекистана представлен Государственными среднесрочными казначейскими обязательствами (ГСКО), а также депозитными сертификатами и облигациями Центрального банка. Эмитентом первого инструмента является Правительство в лице Министерства финансов. Агентом правительства, организатором инфраструктуры и торгов является Центральный банк (ЦБ). Сам Центральный банк эмитирует облигации Центрального банка, а также депозитные сертификаты. Доходность государственных облигаций выполняет роль индикатора процентных ставок и рыночных рисков.

По отношению к ВВП объем ГЦБ в Узбекистане являются незначительным. Для того, чтобы считать данный сегмент финансового рынка полноценно функционирующим, этого явно недостаточно. Кредитный риск на этом сегменте финансового рынка Узбекистана

² Составлено автором по данным официальных источников: Фондовая биржа «Тошкент» – <https://www.uzse.uz>; Центральный депозитарий ценных бумаг – <http://www.deponet.uz>; Государственный комитет статистики Республики Узбекистан – <https://www.stat.uz/>

Рис.1. Совокупная эмиссия ценных бумаг¹



практически отсутствует. В целом для рынка характерным является низкая доходность. Однако даже при такой доходности инвесторы, как правило, проявляют готовность вложения средств в ГСКО. Следует отметить, что операции с ГСКО практически не используются как косвенный инструмент денежно-кредитной политики и Центральный банк стерилизует денежную массу посредством депозитных операций, привлечения ресурсов в стабилизационный фонд – Фонд реконструкции и развития. Потенциал государственных краткосрочных облигаций в республике в течение последних нескольких лет не используется и внесение изменений и дополнений в Положение об обслуживании и обращении выпусков государственных краткосрочных облигаций признак, свидетельствующий о реанимации этого вида ценных бумаг в ближайшем будущем.¹

Фондовый канал (корпоративные ценные бумаги). Важным каналом перетекания финансовых ресурсов является рынок корпоративных ценных бумаг, значимость которого в последнее время начинает возрастать.

¹ Бутиков И.Л. Отечественный рынок ценных бумаг: хроника событий. // <http://www.biznes-daily.uz/ru/gazeta-birja/47134-otchstvnnyy-rinok-snnix-bumag-xronika-sobitij>

Совокупная эмиссия акций в Узбекистане превысила 30,46 трлн. сумов², что составляет около 16% к ВВП. По нашему мнению создана критическая масса ценных бумаг, способная функционировать как полноценный фондовый рынок. Это стало возможным в результате появления акционерной формы собственности в процессе приватизации в стране.

В последние годы наблюдается тенденция роста эмиссии акций, при этом число акционерных обществ уменьшилось за счет реорганизации и преобразования бывших АО в другие формы собственности. Если в пост приватизационный период число акционерных обществ достигало нескольких тысяч, то сейчас это количество оптимизировалось и составляет 659 акционерных предприятий⁴.

Как показывает зарубежный опыт, важное место в структуре внешних источников финансирования корпораций занимают

² Центр по координации и развитию рынка ценных бумаг – www.csm.gov.uz; <https://csm.gov.uz/ru/itogi/370-informatsiya-tsentra-po-koordinatsii-razvitiyu-rynka-tsennykh-bumag-po-itogam-2016-goda>

³ Центральный депозитарий ценных бумаг - <http://www.deponet.uz>; Государственный комитет Республики Узбекистан по приватизации, демонополизации и развитию конкуренции - <https://gkk.uz/ru/>

⁴ http://www.deponet.uz/sites/default/files/editor/otchet_z_2016.pdf

Рис. 2. Число акционерных обществ и совокупная стоимость выпущенных акций, миллиардов сум. на конец периода¹



эмиссии облигаций. В современных развитых странах облигационная масса корпораций составляет, как правило, от 10–15% до 60–65% общих объемов эмиссий корпоративных ценных бумаг¹, что свидетельствует о важной роли облигаций как альтернативного источника инвестиций. Большие надежды возлагаются на рынок корпоративных облигаций в Узбекистане как на перспективный источник дополнительных инвестиционных ресурсов для реального сектора экономики. По состоянию на 1 января 2017 года зарегистрировано всего (действующих и аннулированных) 158 выпусков корпоративных облигаций 101 эмитента на общую сумму 498,9 миллиардов сумов. Из них, 103 выпуска погашены и 27 аннулированы. В обращении находится 28 выпусков корпоративных облигаций 17 предприятий на общую сумму 228,6 миллиардов сумов.²

Общий оборот рынка акций и корпоративных облигаций по итогам 2016 года составил 14,5 трлн. сумов, что на 10,9 трлн. сумов

или в 4,1 раза больше чем в 2015 году, из них:

- на первичном рынке – 13 183,8 миллиардов сумов (1 256 сделок);

- на вторичном рынке – 1 276,3 миллиардов сумов (8 641 сделки).

В частности, на организованном рынке заключены сделки с акциями на 307,7 миллиардов сумов (4 337 сделок), в том числе:

- на первичном рынке - 69,5 миллиардов сумов (1 031 сделки);

- на вторичном рынке - 238,2 миллиардов сумов (3 306 сделок).

В целом, объем сделок с акциями, совершенных на организованном рынке, превышает аналогичный показатель 2015 года на 145,0 миллиардов сумов или в 1,8 раза⁴.

Вместе с тем, анализ показывает, что рынок ценных бумаг в Узбекистане пока играет менее значительную роль в отношении финансирования развития экономики. Привлеченные путем эмиссии ценных бумаг средства составляют около 3% совокупного объема инвестиций. Проблемой остается разрыв между выпуском и объемом продаж акций, поскольку значительная часть эмити-

¹ Маковецкий М.Ю. Облигационные займы - источник финансирования корпораций: зарубежный опыт и российские перспективы. - Режим доступа: <http://www.cfin.ru/press/management/2000-4/09.shtml>

² Фондовая биржа «Тошкент», «Биржевое обозрение, декабрь 2016 г.» Режим доступа - <https://www.uzse.uz/analytics> (дата обращения: 4.10.2017).

³ Там же.

⁴ Там же.

Рис. 3. Выпуск и оборот ценных бумаг¹



рованных акций остается на руках инвесторов и не пускается в оборот.

Хотя совокупный объем средств, привлеченных на фондовый рынок с помощью публичного размещения корпоративных ценных бумаг, значительно вырос в сравнении с валовым объемом инвестиций в основной капитал, эффективность фондового рынка Узбекистана пока невелика. Вместе с этим сегодня появились благоприятные предпосылки для изменения сложившейся ситуации в лучшую сторону.

Так, по итогам 2016 года объем биржевых сделок на Республиканской фондовой бирже «Тошкент» достиг наивысшего показателя за все время деятельности биржи – 299,8 миллиардов сум, что в 1,9 раза больше предыдущего года. Наблюдается рост и по числу заключенных на бирже сделок, количество которых составило 3080, что почти в 1,1 раза превышает аналогичный показатель предыдущего года.

Итоги деятельности фондовой биржи по отраслям экономики показывают, что в общем обороте РФБ «Тошкент», наибольшей инвестиционной привлекательностью пользовались ценные бумаги компаний, занятых

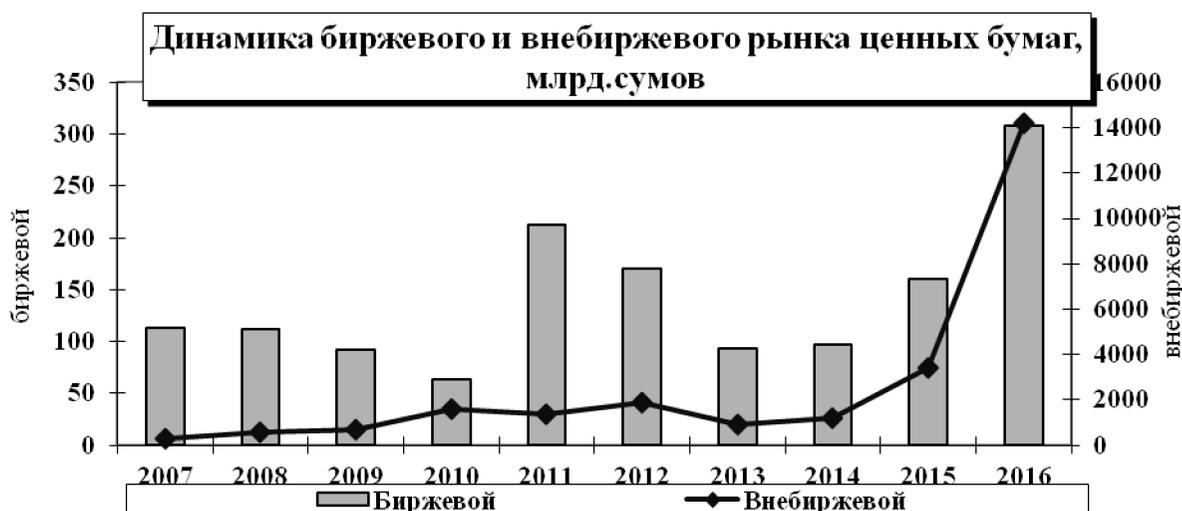
в сфере оказания финансовых услуг – банковские услуги, услуги страховых и лизинговых компаний. Так, за истекший период биржевой оборот с ценными бумагами в разрезе основных отраслей экономики составил:

- на долю предприятий финансового сектора экономики приходится 51,6% от биржевого оборота или 154,8 миллиардов сум, в т.ч. банков – 50,6% от биржевого оборота или 151,8 миллиардов сум и страховых компаний 2,5 миллиардов сум (0,9%);
- доля агропромышленного комплекса – 5,3% или 14,9 миллиардов сум;
- доля промышленного сектора – 24,6% в обороте биржи или 73,7 миллиардов сум;
- доля предприятий строительной отрасли – 1,2%, или 3,5 миллиардов сум².

Изменение биржевых показателей в динамике за последние годы свидетельствует о росте объемов сделок по приобретению акций, заключаемых физическими лицами – частными инвесторами, а также банками, страховыми компаниями и совместными

¹ Составлено автором.

² Фондовая биржа «Тошкент», «Биржевое обозрение, декабрь 2016 г.» Режим доступа - <https://www.uzse.uz/analytics> (дата обращения: 4.10.2017).

Рис. 4. Биржевой и внебиржевой рынок ценных бумаг¹

предприятиями. В свою очередь внебиржевой рынок растет еще более высокими темпами. Однако фондовый канал пока не стал значимым каналом перераспределения ресурсов между финансовым и реальным секторами экономики. К настоящему моменту используется незначительная часть тех возможностей, который потенциально дает фондовый рынок отечественным корпорациям. При условии проведения необходимых мероприятий в целях ускоренного развития в Узбекистане рынка ценных бумаг станет возможным производительное использование его инвестиционного потенциала.

Заключение

Анализ взаимодействия финансового и реального секторов посредством взаимоперетока денежных средств между данными секторами экономики, позволил сделать следующие выводы: несмотря на положительную динамику процессов аккумуляции сбережений и трансформацию сбережений в инвестиции через основные каналы, следует отметить, что потенциал данного взаимодействия пока используется не в полной мере. В этой связи совершенствование механизма трансформации сбережений в инвестиции является первоочередной мерой.

Решение проблем фондового рынка требует комплекса адекватных экономических, административных и правовых мер. Ключевой вопрос - кардинальное увеличение притока средств на фондовый рынок от инвесторов. Однако, рассчитывать на существенное увеличение инвестиций граждан маловероятно, даже если будут улучшены стандарты защиты розничных инвесторов, появятся опытные профессиональные участники рынка. Реальным источником увеличения притока инвестиций на фондовый рынок могли бы стать государственные или негосударственные институциональные инвесторы - Пенсионный фонд, Халк банк, НБУ ВЭД и другие институты развития. Однако и такие вложения связаны с целым рядом рисков. Со стороны регулирующих органов принимаются меры по стимулированию эффективного функционирования рынка ценных бумаг. Среди нормативных актов следует выделить документы «О дополнительных мерах по привлечению иностранных инвесторов в акционерные общества», «О мерах по внедрению современных методов корпоративного управления в акционерных обществах» и др.

Рис.5. Оборот фондовой биржи¹



Список литературы:

1. «О Стратегии действий по дальнейшему развитию Республики Узбекистан». Режим доступа - <http://strategy.regulation.gov.uz/ru/document/1>
2. Фондовая биржа «Тошкент», «Биржевое обозрение». Режим доступа - <https://www.uzse.uz/analytics>
3. Центральный депозитарий ценных бумаг – <http://www.deponet.uz>
4. Госкомстат РУз – www.stat.uz.
5. Центр по координации и развитию рынка ценных бумаг – www.csm.gov.uz;
6. Государственный комитет Республики Узбекистан по приватизации, демонополизации и развитию конкуренции – <https://gkk.uz/ru/>
7. <http://em.cbonds.com/countries/Uzbekistan-bond>
8. Официальный сайт Центрального банка Узбекистана - <http://cbu.uz>

¹ Составлено автором по данным Фондовой биржи «Тошкент», «Биржевое обозрение». - Режим доступа: <https://www.uzse.uz/analytics>;