

**КЫРГЫЗ – ТҮРК “МАНАС” УНИВЕРСИТЕТИ
КООМДУК ИЛИМДЕР ИНСТИТУТУ
ЭКОНОМИКА БАГЫТЫ**

**БААЛУУ КАГАЗДАР РЫНОГУНУН
ЭКОНОМИКАЛЫК ӨСҮШКӨ ТИЙГИЗГЕН
ТААСИРИ. СЕБЕПТҮҮЛҮК АНАЛИЗИ.**

(МАГИСТРДИК ДИССЕРТАЦИЯ)

ЖУМАНАЗАРОВА Ширинбү

БИШКЕК 2022

**КЫРГЫЗ – ТҮРК “МАНАС”
УНИВЕРСИТЕТИ
КООМДУК ИЛИМДЕР ИНСТИТУТУ
ЭКОНОМИКА БАГЫТЫ**

**БААЛУУ КАГАЗДАР РЫНОГУНУН
ЭКОНОМИКАЛЫК ӨСҮШКӨ ТИЙГИЗГЕН
ТААСИРИ. СЕБЕПТҮҮЛҮК АНАЛИЗИ.**

(МАГИСТРДИК ДИССЕРТАЦИЯ)

ЖУМАНАЗАРОВА Ширинбү

**Илимий жетекчи
Проф.Др. ПИРИМБАЕВ Жусуп**

БИШКЕК 2022

ETİK BEYAN

Kırgızistan-Türkiye Manas Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Lisansüstü Eğitim-Öğretim Tez Hazırlama ve Yazma Yönergesine uygun olarak hazırladığım bu tez çalışmasında; Tez içinde sunduğum verileri, bilgileri ve dokümanları akademik ve etik kurallar çerçevesinde elde ettiğimi; tüm bilgi, belge, değerlendirme ve sonuçları bilimsel etik ve ahlak kurallarına uygun olarak sunduğumu; tez çalışmasında yararlandığım eserlerin tümüne uygun atıfta bulunarak kaynak gösterdiğimi; kullanılan verilerde herhangi bir değişiklik yapmadığımı; bu tezde sunduğum çalışmanın özgün olduğunu bildiririm. Aksi bir durumda aleyhime doğabilecek tüm hak kayıplarını kabullendiğimi beyan ederim.

09.02.2022

Şirinbү CUMANAZAROVA

ЭТИКАЛЫК ТАЛАПТАР

Диссертациялык иш Кыргыз-Түрк «Манас» университетинин Коомдук илимдер институтунун «Магистрдик жана доктордук диссертация жазуу эрежелерине» ылайык жазылып, диссертацияда берилген маалыматтар, эмгектер жана документтер академиялык жана этикалык эрежелерди сактоо менен пайдаланылды. Ар кандай булактардан, отчеттордон алынган маалыматтар илимий жана моралдык эрежелерге ылайык берилди. Диссертацияда колдонулган бардык адабияттарга жана булактарга шилтеме жасалды. Диссертациянын оригиналдуулугуна ынандырып кете алам. Эгерде, эрежелердин бузулгандыгы аныкталса, мага каршы колдонула турган укуктук жоопкерчиликти тартууга даярмын.

09.02.2022

Жуманазарова Ширинбү

ПРОТОКОЛ

Жуманазарова Ширинбүнүн даярдаган “Баалуу кагаздар рыногунун экономикалык өсүшкө тийгизген таасири. Себептүүлүк анализи” аттуу диссертациясы төмөндө көрсөтүлгөн жюри тарабынан **бир добуштан / көпчүлүк добуш** менен Кыргыз-Түрк “Манас” университети, Коомдук илимдер институтунун Экономика багытында магистрдик диссертациясы болуп кабыл алынды.

Жюри	Академиялык даражасы, аты-жөнү	Иштеген жери	Диссертациянын мазмуну жана сапаты боюнча магистрдик диссертация деп тастыктайм/ тастыкт абайм	Колу
Төрага				
Мүчө (илимий жетекчи)				
Мүчө				
Мүчө				
Мүчө				
Мүчө				

Диссертацияны коргогон күнү: 09.02.2022

Жюри тарабынан кабыл алынган диссертация Институттун башкаруу кеңешинин номердүү жана күнкү чечими менен бекитилди.

.....

.....Проф., док. Кадир АРДЫЧ.....

Коомдук илимдер институтунун мүдүрү

TEZ ONAYI

Şirinbü CUMANAZAROVA tarafından hazırlanan " Menkul kıymet piyasasının ekonomik büyüme üzerinde etkisi. Nedensellik analizi " adlı tez çalışması aşağıdaki jüri tarafından **OY BİRLİĞİ / OY ÇOKLUĞU** ile Kırgızistan-Türkiye Manas Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalında YÜKSEK LİSANS TEZİ olarak kabul edilmiştir.

Jüri	Unvanı, Adı ve Soyadı	Çalıştığı Kurum	Bu tezin kapsam ve kalite olarak Yüksek Lisans Tezi olduğunu onaylıyorum / onaylamıyorum	İmza
Başkan				
Üye (Danışman)				
Üye				
Üye				
Üye				
Üye				

Tez Savunma Tarihi: 09.02.2022

Jüri tarafından kabul edilen bu tez Enstitüsü Yönetim Kurulu..... sayılı ve tarihli kararıyla onaylanmıştır.

.....
..... Prof. Dr. Kadir ARDIÇ.....

Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürü

КЫСКАЧА МАЗМУНУ

Даярдаган	: Жуманазарова Ширинбү
Университет	: Кыргыз – Түрк «Манас» университети
Багыты	: Экономика
Иштин сыпаты	: Магистрдик диссертация
Беттердин саны	: xix + 132
Бүтүрүү датасы	: 09.02.2022
Илимий жетекчи	: Проф. др. Жусуп Пиримбаев

Баалуу кагаздар рыногунун экономикалык өсүшкө тийгизген таасири. Себептүүлүк анализи

Баалуу кагаздар рыногу – бул өлкөнүн экономикасынын абалын чагылдыра турган күзгүсү болуп саналат. Андагы абал инвесторлорго экономиканын конъюнктурасы тууралуу маалымат берет. Баалуу кагаздар рыногу азыркы экономикада болуп жаткан ар кандай процесстердин эффективдүү регулятору болуп саналат. Алардын арасынан эң маанилүүсү болуп капиталды инвестициялоо процесси саналат. Себеби капиталдын кыймылы ашыкча капиталды өндүрүш секторлорунундагы жетишсиз капиталга агуусун камсыз кылат. Бул болсо практикада фондулук рыногу жардамы менен рыноктук экономикада капиталдын негизинен коомго керектүү болгон өндүрүштөргө бөлүштүрүлүшүнө шарт түзөт. Мындай бөлүштүрүү натыйжасында коомдук өндүрүштүн оптималдуу структурасы пайда болот.

Өнүккөн баалуу кагаздар рыногу теория боюнча сактоолорду арттыруусу менен кошо сактоолорду натыйжалуу инвестициялар үчүн капиталды бөлүштүрүүсүнө жол ачат. Ошол эле учурда баалуу кагаз рыногу төмөн нарктуу инвестиция капиталы үчүн маанилүү бир булак түзүп берүүдө жана өнүгүүнүн негизи болгон чет элдик капиталдын наркын түшүрүүдө, ликвиддүүлүктү болсо жогорулатууда. Баалуу кагаздар - корпоративдик көйгөйлөрдү жана асимметриялык маалыматтарды да азайтууда. Бул пайдалары менен баалуу кагаздар рыногу булактардын эффективдүү бөлүштүрүлүшүнө жана экономикалык өсүүгө өбөлгө түзүүдө.

Диссертациянын биринчи бөлүмүндө баалуу кагаздар рыногунун жана экономикалык өсүүнүн теориялык негиздери жана баалуу кагаздар рыногу менен экономикалык өсүү ортосундагы байланышты изилдеген илимий эмгектер каралып чыкты. Ал эми экинчи бөлүмдө болсо Кыргызстандын экономикалык абалы, өсүү тенденциясы жана баалуу кагаздар рыногунун абалы каралып, өзгөчө пандемиянын таасири да каралып чыкты. Аны менен бирге Кыргызстандын фондулук биржасынын статистикаларынын тенденциялары каралды жана салыштырмалуу анализ жасалды. Үчүнчү бөлүмдө болсо баалуу кагаздар рыногунун өнүгүүсүнүн

экономикалык өсүүгө таасири 21 өлкөлөрдүн маалыматтарынын негизинде эконометрикалык анализи жасалды. 1999 - 2019 мезгилин камтыган изилдөөдө, баалуу кагаздар рыногунун өнүгүүсү, рынок капитализациясы жана жүгүртүү коэффициенти менен экономикалык өсүү болсо ички дүң продукт өзгөрмөсү менен анализденди. Жасалган панел коинтеграция анализинин жыйынтыктарына ылайык баалуу кагаздар рыногу өнүгүүсү менен экономикалык өсүү ортосунда узун убакыттык байланыш бар экендиги, ар кайсы өлкө топторунда экономикалык өсүүдөн рынок капитализациясына жана жүгүртүү коэффициентине кош себептүүлүк бар экендиги аныкталды. Панел регрессия анализи жыйынтыктарына ылайык, рынок капитализациясы жана жүгүртүү коэффициентинин, ички дүң продуктуна позитивдүү таасир берээри аныкталды.

Ачкыч сөздөр: Баалуу кагаздар рыногу, Экономикалык өсүү, Коинтеграция, Себептүүлүк анализи.

ÖZ

Hazırlayan	: Şirinbü CUMANAZAROVA
Üniversite	: Kırgızistan – Türkiye Manas Üniversitesi
Anabilim Dalı	: İktisat
Tezin Niteliği	: Yüksek Lisans Tezi
Sayfa Sayısı	: xix + 132
Mezuniyet Tarihi	: 09.02.2022
Tez Danışmanı	: Prof. Dr. Cusup PİRİMBAYEV

Menkul Kıymet Piyasasının Ekonomik Büyüme Üzerinde Etkisi. Nedensellik Analizi

Menkul kıymetler piyasası - ülke ekonomisinin durumunu yansıtan bir aynasıdır ve yatırımcılara ekonominin durumu hakkında bilgi sağlar. Menkul kıymetler piyasası, modern ekonomide yer alan çeşitli süreçlerin etkin bir düzenleyicisidir. Bunlardan en önemlisi sermaye yatırımı sürecidir. Bunun nedeni, sermaye akımlarının üretim sektörlerinde fazla sermayenin yetersiz sermayeye akışını sağlamasıdır. Günümüzde borsa yardımıyla, sermayenin esas olarak toplumun ihtiyaç duyduğu üretim sektörü için bir piyasa ekonomisine tahsis edilmesini sağlar. Bu dağılımın sonucunda toplumsal üretimin optimal yapısı oluşmaya başlar.

Gelişmiş bir menkul kıymetler piyasası teorik olarak tasarrufları arttırmakla beraber, yatırımların verimliliğini yükselterek sermayenin yeniden tahsis edilmesine yol açmaktadır. Aynı zamanda menkul kıymetler piyasası, düşük maliyetli yatırım sermayesinin önemli bir kaynağı olup, kalkınmanın temeli olan yabancı sermaye maliyetini düşürmekte ve likiditeyi arttırmaktadır. Menkul kıymetler, kurumsal sorunları ve asimetrik bilgileri de azaltmaktadır. Bu avantajlar sayesinde menkul kıymetler piyasası, verimli kaynak tahsisini ve ekonomik büyümeyi teşvik etmektedir.

Tezin birinci bölümünde, menkul kıymetler piyasası ve ekonomik büyümenin teorik temelleri, menkul kıymetler piyasasının ekonomik büyüme üzerindeki etkisi konusunda yapılan bilimsel makaleleri ve çalışmaları incelenmiştir. Bu çalışmanın ikinci bölümünde, Kırgızistan'daki ekonomik büyüme eğilimlerine ve menkul kıymetler piyasasının durumuna, ayrıca pandeminin menkul kıymetler piyasası ve ülkenin ekonomik büyümesi üzerindeki etkilerine yer verilmiştir. Bunlarla birlikte Kırgız Menkul Kıymet Borsasının istatistik verilerinin eğilimleri dikkate alınarak karşılaştırmalı analiz yapılmıştır. Üçüncü bölümde ise, menkul kıymetler piyasası gelişiminin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi 21 ülke verileri kullanılarak ekonometrik bir analiz ile incelenmiştir. 1999 - 2019 dönemini kapsayan bu çalışmada, menkul kıymetler piyasasının gelişimi, piyasa kapitalizasyonu ve turnover oranı ile ekonomik büyüme ise gayri safi yurtiçi hasıla değişkeni ile analiz edilmiştir. Panel eşbütünleşme analizi, menkul kıymetler piyasasının gelişimi ile ekonomik büyüme arasında uzun dönemli bir ilişki

olduğunu ve farklı ülke gruplarındaki ekonomik büyümeden piyasa kapitalizasyonuna ve turnover oranına çift taraflı nedenselliğin olduğu tespit edilmiştir. Panel regresyon analizi sonuçlarına göre piyasa kapitalizasyonu ve turnover oranının, gayri safi yurtiçi hasılayı olumlu etkilediği tespit edilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Menkul Kıymet Piyasası, Ekonomik Büyüme, Eşbütünleşme, Nedensellik analizi.



АБСТРАКТ

Подготовила	: Жуманазарова Ширинбу
Университет	: Кыргызско – Турецкий университет «Манас»
Направление	: Экономика
Вид исследования	: Магистерская диссертация
Количество страниц	: xix + 132
Дата окончания	: 09.02.2022
Научный руководитель	: Проф. др. Жусуп Пиримбаев

Влияние рынка ценных бумаг на экономический рост. Анализ причинно-следственных связей

Рынок ценных бумаг - зеркало, отражающее состояние экономики страны. Ситуация рынка ценных бумаг предоставляет инвесторам информацию о состоянии экономики. Рынок ценных бумаг является эффективным регулятором различных процессов, происходящих в современной экономике. Самым важным из них является процесс вложения капитала. Это связано с тем, что потоки капитала обеспечивают перетекание избыточного капитала в недостаточный капитал в обрабатывающих секторах. На практике это позволяет распределять капитал в рыночной экономике с помощью фондового рынка, в основном, для производства, необходимого обществу. В результате такого распределения формируется оптимальная структура общественного производства.

Развитый рынок ценных бумаг теоретически позволит перераспределить капитал для эффективных инвестиций при одновременном увеличении сбережений. В то же время рынок ценных бумаг является важным источником недорогогостоящего инвестиционного капитала и снижает стоимость иностранного капитала, который является основой для развития, особенно для развивающихся стран, и увеличивает ликвидность. Ценные бумаги, которые составляют основу рынка ценных бумаг, также сокращают корпоративные проблемы и асимметричные данные. Благодаря этим преимуществам рынок ценных бумаг способствует эффективному распределению ресурсов и экономическому росту.

Первая часть диссертации представляет собой теоретических основ рынка ценных бумаг и экономического роста, а также научные статьи и анализы взаимосвязей между рынком ценных бумаг и экономическим ростом. Во второй части данной работы рассматривается экономическая ситуация, тенденция экономического роста и состояние рынка ценных бумаг в Кыргызстане, отдельно рассматривая влияние пандемии на рынок ценных бумаг и экономический рост страны. При этом были рассмотрены тенденции статистических данных фондового рынка Кыргызстана и были сделаны сравнительные анализы. В третьей части влияние развития рынка ценных бумаг на экономический рост было изучено

соответствующим эконометрическим анализом с использованием данных 21 стран. В этой научной работе, охватывающей период 1999-2019 годов, развитие рынков ценных бумаг исследуется с помощью переменных рыночной капитализации и скорости оборота, а экономический рост исследуется с помощью валового внутреннего продукта. На основании результатов панельного анализа коинтеграции сделан вывод о существовании долгосрочной взаимосвязи между развитием рынка ценных бумаг и экономическим ростом, а двусторонняя причинно - следственная связь была выявлена в разных группах стран от экономического роста до рыночной капитализации и скорости оборота. Согласно результатам панельного регрессионного анализа, можно говорить о положительном влиянии рыночной капитализации и оборачиваемости на валовой внутренний продукт.

Ключевые слова: Фондовый рынок, Экономический рост, Коинтеграция, Анализ причинно-следственных связей.

ABSTRACT

Author	: Shirinbu Zhumanazarova
University	: Kyrgyzstan – Turkey Manas University
Department	: Economics
Research Type	: Master Thesis
Number of Pages	: xix + 132
Graduation Date	: 09.02.2022
Supervisor	: Prof. Dr. Jusup Pirimbaev

The Impact Of The Securities Market On Economic Growth. Causality Analysis

The securities market is a mirror reflecting the state of the country's economy. The situation of the securities market provides the investors with information about the state of the economy. These are the key indicators of the economies of developed countries. The securities market is an effective regulator of various processes taking place in the modern economy. The most important of these is the capital investment process. This is due to the fact that capital flows ensure the flow of excess capital into insufficient capital in the manufacturing sectors. In practice, this allows capital to be allocated in a market economy using the stock market, mainly for the production required by society. As a result of this distribution, the optimal structure of social production is formed.

Today, the role of financial markets, especially the securities market, is very important in the economic development of the country. In today's economy, the issue of the structure and development of the securities market is very important.

A developed securities market will theoretically allow reallocating capital for efficient investments while increasing savings. At the same time, the securities market is an important source of low-cost investment capital and reduces the cost of foreign capital, which is the basis for development and increases liquidity. Securities, which form the foundation of the securities market, also reduce corporate problems and asymmetric data. Owing to that advantages, the securities market promotes efficient resource allocation and economic growth.

The first part of the dissertation presents the theoretical foundations of the securities market and economic growth, as well as scientific articles and analyzes of the relationship between the securities market and economic growth. The second part of this thesis examines the economic situation, the trend of economic growth and the state of the securities market in Kyrgyzstan, separately considering the impact of the pandemic on the securities market and economic growth of the country. Along with these, statistical data trends of the stock market of Kyrgyzstan were considered and comparative analyzes were made. In the third part, the effect of securities market development on economic growth is analyzed with the data of 21 countries. In the study covering the period 1999-

2019, the development of the securities market is examined by the variable of market capitalization, turnover rate and economic growth is examined by the variable of gross domestic product. According to the results of the cointegration analysis, it has been determined that there is a long-term relationship between the development of the securities market and economic growth, and there is a double-sided causality from economic growth to market capitalization and turnover rate in different country groups. According to the regression analysis results, it is possible to say that market capitalization and turnover rate positively affect the gross domestic product.

Keywords: Stock Market, Economic Growth, Cointegration, Causality analysis.



БАШ СӨЗ

Алгач бул магистрдик диссертацияны даярдоодо мага колдоо көрсөткөн, баалуу кеңештери менен тең бөлүшүп, багыттап турган илимий жетекчим проф.др. Жусуп Пиримбаев агайга жана проф.др. Дамира Жапарова эжейге терең ыраазычылыгымды билдирем.

Экинчиден, магистранттарды колдоп, жардамын аябаган бөлүм жамаатына чоң ыраазычылыгымды билдирем.

Ошондой эле, моралдык колдоосун эч үзбөгөн жана ар кандай кырдаалдарда көмөкчү болгон кымбаттуу апама, ардактуу атама жана бир туугандарыма ыраазычылыгымды билдиремин.

Бишкек 2022-ж.

Жуманазарова Ширинбү

МАЗМУНУ

ПРОТОКОЛ	iii
TEZ ONAYI	v
КЫСКАЧА МАЗМУНУ	vi
ÖZ	viii
АБСТРАКТ	x
ABSTRACT	xii
БАШ СӨЗ	xiii
МАЗМУНУ	xiv
КЫСКАРТЫЛГАН СӨЗДӨР	xvii
ТАБЛИЦАЛАРДЫН ТИЗМЕСИ	xviii
СҮРӨТ, ГРАФИК, ДИАГРАММАЛАР ТИЗМЕСИ	xix
КИРИШ СӨЗ	1
БИРИНЧИ БӨЛҮМ	10
1.1. Баалуу кагаздар рыногу түшүнүгү	10
1.2. Баалуу кагаздар рыногунун функциялары	12
1.3. Баалуу кагаздар рыногунун классификациясы	14
1.4. Баалуу кагаздар рыногунун катышуучулары	17
1.4.1. Эмитенттер	19
1.4.2. Инвесторлор	19
1.4.3. Акционердик ортомчулар	20
1.4.4. Инфраструктуралык уюмдар	21

1.5.	Баалуу кагаздар рыногунда кесиптик ишмердүүлүк	22
1.5.1.	Иш-аракеттерди лицензиялоо.....	23
1.5.2.	Брокердик жана дилердик ишмердүүлүк	24
1.5.3.	Баалуу кагаздарды башкаруу боюнча иш-чаралар	26
1.5.4.	Клирингдик жана депозитардык иш	27
1.6.	Баалуу кагаздардын түрлөрү	31
1.6.1.	Акция.....	32
1.6.2.	Облигация.....	32
1.6.3.	Вексель.....	32
1.6.4.	Чек	33
1.6.5.	Банк сертификаты	33
1.6.6.	Коштомо кагаз.....	33
1.6.7.	Ипотека	33
1.6.8.	Инвестициялык үлүш	33
1.7.	Экономикалык өсүү түшүнүгү	34
1.8.	Экономикалык өсүүнүн изилдөө тарыхы.....	34
1.9.	Экономикалык өсүүнүн факторлору	35
1.10.	Экономикалык өсүү теориясы.....	39
1.11.	Экономикалык өсүүнүн моделдери	40
1.12.	Экономикалык өсүүнү өлчөө	46
1.13.	Баалуу кагаздар рыногунун экономикалык өсүшкө тийгизген таасири боюнча жасалган изилдөөлөр	46
ЭКИНЧИ БӨЛҮМ.....		59
2.1.	Кыргызстандын экономикалык абалы	59
2.1.1.	Кыргызстандын ички дүң продукциясы.....	59
2.1.2.	Инфляция.....	62
2.1.3.	Макроэкономикалык тобокелдиктер	64

2.2.	Кыргызстандын экономикалык өсүшүнүн пандемиянын таасири	65
2.3.	Коңшу мамлекеттердин экономикалык өсүшүн пандемиянын таасири.....	65
2.4.	Кыргызстандагы баалуу кагаздар рыногунун пандемияга чейинки абалы	67
2.5.	Кыргызстандагы баалуу кагаздар рыногунун учурдагы абалы ..	71
2.5.1.	Кыргыз фондулук биржасы	74
2.5.2.	Фондулук Биржанын негизги көрсөткүчтөрү	80
2.5.3.	Кыргыз фондулук биржасынын пандемияга чейинки абалы ...	81
2.5.4.	Кыргыз фондулук биржасынын пандемиядан кийинки абалы	82
ҮЧҮНЧҮ БӨЛҮМ		85
3.1.	Изилдөөнүн максаты жана маселелери	85
3.2.	Изилдөөнүн модели жана гипотезалары	86
3.3.	Изилдөөнүн чектөөлөрү жана кабыл алынган шарттары	88
3.4.	Изилдөөнүн ыкмасы	88
3.4.1.	Маалымат топтоо ыкмасы.....	88
3.4.2.	Изилдөөнүн чоң жана жана чакан топтору	89
3.4.3.	Маалыматтарды талдоодо колдонулган статистикалык ыкмалар	89
3.5.	Изилдөөнүн жыйынтыктары	96
КОРУТУНДУ ЖАНА СУНУШТАР		106
ÖZET		110
КОЛДОНУЛГАН АДАБИЯТТАР.....		127
ӨМҮР БАЯН.....		132

КЫСКАРТЫЛГАН СӨЗДӨР

Кыскартуулар	Библиографиялык маалымат
ИДП	Ички дүң продукт
УДП	Улуттук дүң продукт
БК	Баалуу кагаздар
КАП	Баалуу кагаз рыногу капитализациясы
ЖК	Жүгүртүү коэффициенти
ж.б.	жана башка
б.а.	башкача айтканда
ж.б.у.с	жана башка ушул сыяктуу
МКВ	Мамлекетти казына векселдер
МКО	Мамлекеттик кыска мөөнөттүү облигациялар

ТАБЛИЦАЛАРДЫН ТИЗМЕСИ

Таблица 2.1. Айыл чарба сектору, курулуш сектору, кызмат көрсөтүү тармагынын динамикасы (2015-жылга салыштырмалуу пайыз менен).....	61
Таблица 2.2. Жалпы соода-сатык көлөмү (2010-жылга карата пайыз менен)	68
Таблица 2.3. Пандемияга чейинки жалпы алып-сатуулар көлөмү	70
Таблица 2.4. 2020-жылдагы жүгүртүүгө чыгарылган баалуу кагаздар	77
Таблица 2.5. Соодалардын негизги үлүшү	78
Таблица 2.6. Фондулук биржанын негизги көрсөткүчтөрү	80
Таблица 2.7. Фондулук биржанын негизги көрсөткүчтөрү	83
Таблица 3.1. Анализде колдонулган өзгөрмөлөр	86
Таблица 3.2. Маалымат топтомун түзгөн өлкөлөр	87
Таблица 3.3. Өлкө топторуна карата панелдик маалыматтардын бирдиктүү тамыр тести жыйынтыктары.....	97
Таблица 3.4. Өлкө топторуна карата ыңгайлуу кечигүү узундуктары	98
Таблица 3.5. Pedroni коинтеграция тести жыйынтыктары	99
Таблица 3.6. Өлкө топторуна карата Granger себептүүлүк тестинин жыйынтыктары.....	101
Таблица 3.7. Панел регрессия анализинин жыйынтыктары	103

СҮРӨТ, ГРАФИК, ДИАГРАММАЛАР ТИЗМЕСИ

Сүрөт 1.1. Баалуу кагаздар рыногунун инфраструктурасы	11
Сүрөт 1.2. Финансылык рыноктун экономикалык өсүүгө таасири процесси	56
Диаграмма 2.1. Кыргыз Республикасынын ички дүң продукциясы	60
Диаграмма 2.2. Өнөр жай өндүрүшүнүн физикалык көлөмүнүн индекстери (пайыз менен)	61
Диаграмма 2.3. Товар жана кызмат көрсөтүүлөрдүн керектөө бааларынын индекстери (мурунку жылга салыштырмалуу пайыз менен)	63
Диаграмма 2.4. Баалуу кагаздардын түрү боюнча алуу-сатуу үлүшү	69
Диаграмма 2.5. Алып-сатуулардын тармактык структурасы (2019-жыл)... ..	70
График 2.1. Жалпы соода-сатык көлөмү	68
График 2.2. Жалпы алып-сатуулар жана баалуу кагаздар көлөмдөрүнүн динамикасы	72
График 2.3. Кыргыз фондулук биржасы индекси.....	80

КИРИШ СӨЗ

Азыркы убакта фондулук рынок бардык өлкөлөрдүн экономикасына таасирин тийгизет. Анын ишмердүүлүгүнүн натыйжалуулугунан экономиканын реалдуу секторуна жасалган инвестициянын көлөмү жана түзүлүшү көз каранды болуп саналат. Кыргызстандын баалуу кагаздар рыногунун эконометрикалык анализдөөгө маалыматы жетишсиз болгондугунан, баалуу кагаздар рыногу абалынын аспектилерин каралып, структуралык жана динамикалык анализ жыйынтыгынын негизинде Кыргызстанда баалуу кагаздар рыногунун өнүгүү жолдору каралды жана керектүү сунуштар берилди. Ал эми баалуу кагаздар рыногу менен экономикалык өсүү ортосунда бир байланыш бар экендиги 21 өлкө маалыматтарынын негизинде эконометрикалык анализ аркылуу тастыкталды.

Бүгүнкү күндө өлкөнүн экономикалык өнүгүүсүндө финансылык рыноктун анын ичинде өзгөчө баалуу кагаздар рыногунун ролу абдан чоң болуп саналат. Азыркы экономикада болсо баалуу кагаздар рыногунун түзүлүшү жана аны өнүктүрүү темасы абдан өзгөчө орчундуу. Кыргызстанда башка өнүккөн өлкөлөргө салыштырмалуу акция рыногу аябай аз жана өзүнүн функциясын так аткара албайт (Д.Ч.Бектенова, 2002). Бирок азыркы убакта фондулук рыноктун сатуу - сатып алуу тенденциясы өсүүдө. Кыргыз Республикасынын баалуу кагаздар рыногу боюнча изилдөөлөр Абдынасыров У.С., Бектенова Д.Ч., Токтосунова Ч.Т., Мельникова С.С., Тойчубеков Ю.Ж., ж.б. тарабынан жүргүзүлгөн. Кыргыз Республикасынын экономикасында баалуу кагаздар рыногун акча ресурсу капитализациясынын механизми катары изилдөөнү жана ошондой эле кыргыз капитал рыногуна жогорку деңгээлдеги концентрация жана менчикти централизациялоо таандык экенин Бектенова, Д. изилдеген. Токтосунова Ч.Т. тарабынан мамлекеттик баалуу кагаздар рыногунун көйгөйлөрү каралган. Абдынасыров У.С. тарабынан Кыргызстанда корпоративдик баалуу кагаздардын тенденциясы каралган. Акыркы жылдары эмиссиялар көлөмү өсүү тенденциясында экендигин көрсөткөн. Фондулук рынокко сактоолорду тартуунун негизги булагы болуп Кыргызстан калкынын кирешесин көтөрүү саналат. Изилдөө жыйынтыгы калктын колунда акча каражаттын аз бөлүгү

гана болгонун көрсөткөн. Аларды корпоративдик баалуу кагаздарга инвестициялоо мүмкүндүгү баса белгиленген (У.Т.Абдынасыров, 2017).

Баалуу кагаздар рыногу финансылык рыноктун бир сегменти болгондуктан, анда каражаттардын белгилүү гана бөлүгү айланат. Ал эми бул үлүш болсо Кыргызстандын мисалында өтө төмөнкү көрсөткүчкө ээ. Негизги маселе катары, биздин өлкөдө баалуу кагаздар рыногу иш алып баруусу чектүү же функциясын толугу менен аткара албагандыгы, калктын жана чет элдик инвесторлордун баалуу кагаздарга болгон ишенимдин төмөндүгү саналат. Ошондой эле баалуу кагаздар рыногундагы жүргүзүлгөн операциялардын реалдуу киреше алуу булагы катары эмес, спекулятивдик маанайда жүргүзүүсүн айтсак болот (Ч.Т.Токтосунова, 2007).

Изилдөө объекти болуп баалуу кагаздар рыногу, ал эми изилдөө предмети Кыргызстанда баалуу кагаздар рыногун өнүктүрүү болуп эсептелет. Изилдөө иштин максаты баалуу кагаздар рыногуна аныктама берүү, анын структурасын изилдөө жана азыркы убакта Кыргызстандын баалуу кагаздар рыногунун абалына баа берүү менен өнүгүү жолдорун изилдөө болуп саналат.

Изилдөө ишинин маселеси Кыргызстандагы баалуу кагаздар рыногу абалына баа берүү, анын оң жана терс жактарын белгилөө менен өнүгүү жолдорун табуу.

Баалуу кагаздар рыногунун иш алып баруусун ийгиликтүү болушун камсыз кылган эч кандай бир бирдиктүү модель жок. Практикада да кайсыл бир өлкөнүн модели туура иш алып баруусунан же ийгиликтүү болушунан улам аны тууроо, же ошого салыштыруу менен иш алып баруу туура эмес деп эсептелинет жана сунушталбайт.

Чет өлкөнүн тажрыйбасы

Дүйнөлүк тажрыйба көрсөткөндөй фондулук рыногу өнүккөн өлкөлөрдүн экономикасы да күчтүү. Ошол себептүү баалуу кагаздар рыногунун мааниси күндөн күнгө өсүүдө. Ички инвестицияны күчөтүү менен калктын экономикалык

активдүүлүгүн арттыруу керек. Муну болсо баалуу кагаздар менен натыйжалуу ишке ашыра алабыз (Т.С.Бердникова, 2013).

Россияда алгач 1991 - жылы баалуу кагаздар рыногунун интенсивдүү өсүүсү жана катышуучулардын санынын өсүүсү орундалган. 1991 - жылдын башындагы прогноздор ишке ашкан жок. Ал прогноздо баалуу кагаздар сунушу жогорулашы жана алардын кайра сатылуусунун өсүшү күтүлгөн эле. Бул күтүүлөр катышуучулардын тажрыйбасыздыгы, туура эмес багытталган сатуулар жана акционерлердин отчеттуулугу үстүндө контролдун жоктугу менен ишке ашпай калды. Кийинчерээк баалуу кагаздар рыногунун өнүгүүсүнө түрткү берген айланууга ваучерди киргизишкен. Бул болсо, акционерлерге кызыктырууну жогорулаткан, приватизацияны тездеткен. Бирок, ойлонулбаган чечимдер фондулук рынокко болгон ишенимди төмөндөткөн. Укуктук ченемдик базанын реалдуу баалуу кагаздар рыногунун өнүгүшүнөн артта калуусу, ошол убактагы ири финансылык пирамидалардын кулашына себеп болгон. Бул болсо салым салуучулардын сактоолорунун жоготушуна алып келген. Акционерлер саны жогорулаганы менен коюлган максаттарга жетпей калган. Кийинчерээк, приватизацияланган ишканалардын акцияларынын кескин түшүшү аябай терс натыйжаларга алып келген (Б.Рубцов, 2014). Кийинки этап эң маанилүү этап болуп саналат. Кийинки этапта мамлекеттик сактоо облигациялар жана валюталык коридор киргизилген. Валюталык коридорду киргизүү баалуу кагаздар рыногунун өнүгүшүнө оң таасирин тийгизди. Инвесторлор АКШ долларында финансылык ресурстарын рисксиз мамлекеттик облигацияларды сатып алып, АКШ долларында жогорку деңгээлдеги кирешелерди ала баштаган. Бирок бул фактордун жыйынтыгында өлкөнүн эсеп балансы төмөндөп, инвесторлордун валюталык коридорго болгон ишеними кете баштаган. Баалуу кагаздар рыногу бул терс көрүнүштөргө карабай, өзүнүн пайда болушунда позитивдүү багытты ала алды. Жогорудагыларга таянып, өлкөнүн баалуу кагаздар рыногу инвестициялык активациялар тапшырыктарына толук эмес айкалышта. Бул көйгөйлөрдү чечүүдө алар укуктук базаны күчөткөн, экинчи рынокту өнүктүргөн, мамлекеттин фондулук биржаны контролдоосун күчөткөн, корпоративдик жана муниципалдык

карыздар рыногун өнүктүргөн, баалуу кагаздар рыногунун инфраструктурасын өнүктүргөн жана маалыматтык ачыктыкты камсыз кылган (Н.Б.Стародубцева, 2009).

Казакстанда да эң алгач баалуу кагаздар рыногунун өнүгүшү алардын экономикалык өнүгүшүнө байланыштуу болгон. Баалуу кагаздар рыногунда укуктук база күчөтүлгөн, калктын финансылык сабаттуулугу жогорулаган. Акционердик коомдордун саны өскөн, бул да фондулук рыноктогу айланууларды жогорулаткан (К.Мендыгалиев, 2011).

Теоретикалык аспектилер

Баалуу кагаздар рыногу инвестиция тартууда эң эффективдүү жол болуп саналат жана анын эң негизги функциясы болуп бош жаткан каражаттарды топтоо эсептелет. Бош каражаттарды топтоо менен майда салымдар чогулуп отуруп, чоң капиталдык каржылоонун пайда болушу жана кайра бөлүштүрүү аркылуу ал каражаттардын рационалдуу жана эффективдүү бөлүштүрүлүшү жүрөт (В.А.Галанов, 2008).

Баалуу кагаздар рыногу – бул өлкөнүн экономикасынын абалын чагылдыра турган күзгү. Андагы абал инвесторлорго экономиканын конъюнктурасы тууралуу маалымат берет. Алар өнүккөн өлкөлөрдө экономиканын негизги индикаторлору болуп саналат (Н.Б.Стародубцева, 2009). Баалуу кагаздар рыногун көпчүлүк учурда фондулук биржа түзөт (Б.Рубцов, 2014).

Башка рыноктор сыяктуу БК рыногу сунуш - талап механизми боюнча иштейт. Сунушту өзүнүн иш - аракетин каржылоо үчүн каражаттарга муктаж болгон жеке компаниялар жана мамлекет түзөт. Талапты убактылуу эркин - акча каражаттарына ээ болгон калк, ишкерлер, коммерциялык банктар, институттар түзөт (В.А.Галанов, 2011).

Баалуу кагаз – бул анын ээсинин, корпоративдүү менчикке ээлигин (акция) же карыздык милдеттенүүсүн (облигация, вексель) тастыктап турган, атайын

белгиленген формадагы документ аталат. Ошондой эле кагаз түрүндө гана эмес, электрондук формада да болот. Бул түр баалуу кагаздарды сатып алуу - сатууда колдон - колго кагаз сертификаттары түрүндө өткөрүү мүмкүн эмес, сатуу процесси регистрдеги каттоолордо жана эсептерде башка бирөөнүн атына которуу аркылуу ишке ашат (Б.Рубцов, 2014).

Бир өлкөдө колдонулган финансылык инструменттердин кенири колдонула башташы финансылык өнүгүү деп аталат. Башкача айтканда финансылык өнүгүү финансы рыногунун өнүгүшү болуп саналат (Erim N., A. Türk , 2005) .Финансылык өнүгүү финансы системасынын көлөмүнүн жана түзүлүшүнүн өзгөрүшү болуп эсептелет. Финансылык кеңейүү болсо, улуттук кирешедегі акча сунушунун үлүшүн түшүндүрүп, финансылык өнүгүүнүн жана колдонулган финансылык инструменттердин түрлөрүнүн бир өлчөмү болуп саналат. Финансылык өнүгүү, финансылык өзгөрүү процессинде сактоолорду инвестицияга айландырган канал деп да аталат (B.Saltoğlu, 1998).

Адабиятта, финансы рынокторунун жана уюмдардын өлкөлөрдүн экономикалык өсүү процессине ар кандай жолдор аркылуу маанилүү даражада салым кошуусуна басым жасалууда жана көптөгөн эмпирикалык изилдөөлөр жасалууда. Изилдөөлөрдө негизинен экономикалык функцияларды ишке ашырган финансы системасынын узун убакытта экономикалык өсүүгө өз таасирин берээри аныкталууда (King R.G., R. Levine).

Финансылык уюмдар, реалдуу сектордун кредиттик талаптарын орундата алуу өлчөмүндө болсо, ал өлкөнүн экономикалык өсүүсү да жогору болот. Финансылык өнүгүү жана экономикалык өсүү алкагында жасалган алгачкы изилдөөлөрдө (Goldsmith, 1969) (Gurley J. G., E. S. Shaw, 1967) теориялык көз караштардын бир тараптуу болбосо да, финансылык инструменттердин функциясынын экономикалык өсүү процессине таасирин тийгизет деген көз караштар ортого чыккан.

Gurley жана Shaw, финансылык сектор менен экономикалык өсүү ортосундагы байланышка алгачкылардан болуп көңүл бурушкан. Бирок финансылык өнүгүү жана экономикалык өсүү ортосунда себептүүлүк байланышынын бар же жоктугун так айта алышкан эмес жана ошондой эле эгер байланыш бар болсо да, бул байланыштын багытын аныктоочу эч кандай жыйынтыкка келе алган эмес. Ал эми Patrick финансылык сектор менен экономикалык өсүү ортосундагы байланышты алгачкылардан болуп изилдеп баштаган жана финансы сектору менен экономикалык өсүү ортосундагы себептүүлүктүн эки түрдүү болушу мүмкүндүгүн айткан. Ага ылайык, «талап жөндүү (demand-following)» жана «сунуш жөндүү (supply-leading)» терминдерин колдонуу менен байланышты аныктоого аракет кылган. «Талап жөндүү» абалында, реалдуу сектордогу өнүгүүлөрдүн натыйжасында ортого чыккан талапты канааттандыруу үчүн финансылык өнүгүүнү түшүндүрүүдө, ал эми «сунуш жөндүү» абалында болсо, финансы секторунун өнүгүшүнүн экономикалык өсүүгө алып келээрин түшүндүрөт (Н.Т. Patrick, 1966).

Баалуу кагаздар раногу өнүгүшү менен экономикалык өсүү ортосундагы себептүүлүктүн багытын белгилөө максатта жасалган бир нече изилдөөлөрдө дароо тереңдөө болгонун айтуу кыйын болуп саналат. Баалуу кагаз рыногунун өнүгүүсү менен экономикалык өсүү ортосундагы байланышты аныктоо максатында жасалган эмпирикалык анализдерде, себептүүлүктүн бир багыттуу болгондугун аныктаган изилдөөлөрдө аны менен бирге эки багыттуу себептүүлүктүн бар экендигин да белгилей кетишкен (Hermes, 1994; Arestis ve Demetriades, 1997; Thiel, 2001; Eschenbach, 2004; Lawrence, 2006; Shan ve Jianhong, 2006; Ang, 2007). Кээ бир изилдөөлөрдө болсо баалуу кагаздар рыногунун өнүгүшү жана экономикалык өсүү өзгөрмөлөрү ортосундагы байланыштын төмөн экендиги, жана ошондой эле финансылык өнүгүүнүн экономикалык өсүү процессине азайтуучу таасир берээри мүмкүндүгү айтылган (Deidda, 2006).

Финансылык системада иш алып барган жана негизги функциясы ортомчулук болгон финансылык рыноктордун экономикалык өсүүдөгү орду аябай

чоң болуп саналат. Өнүккөн өлкөлөрдүн финансы системасы анализденгенде ар түрдүү түзүлүштөгү жана көптөгөн сандагы финансылык кызматын сунуштаган мекемелер орун алганы келип чыккан. Бир өлкөдөгү финансылык мекемелердин түрү жана сан көрсөткүчтөрү жогору болушу өнүккөн жана терең финансылык система үчүн эң негизги шарттардын бири болуп саналат. Финансы системасынын тереңдиги жана өнүккөндүгү экономикадагы бош турган каражаттарды өндүрүшкө натыйжалуу киргизүүдө жана каржылоонун наркын төмөндөтүүдө маанилүү роль ойнойт. Өндүрүшкө багытталган бул ресурстар инвестицияларды стимулдайт, ал эми инвестициялар экономикалык өсүүгө таасирин тийгизет. Демек, өлкөнүн финансы рыногунун өнүгүшү экономикадагы бош турган каражаттарды өндүрүшкө эффективдүү алып келүү аркылуу өсүүгө кыйыр түрдө таасирин тийгизет (М.Столбов, 2015).

Финансы менен экономикалык өсүү ортосундагы байланышты изилдеген эмпирикалык изилдөөлөрдүн көбү салттуу финансылык ортомчулук каналы болгон банк секторуна багытталган. Бирок, акыркы жылдарда өзгөчө өнүгүп келе жаткан өлкөлөрдө финансылык либералдаштыруунун натыйжасында пайда болгон фондулук рыноктордун финансылык ортомчулуктагы мааниси күндөн күнгө өсүүдө. Ошондуктан, биржалардын экономикалык өсүүгө тийгизген таасирин изилдөө зарыл болууда. Бүгүнкү күнгө чейин финансы рыноктору менен экономикалык өсүү ортосундагы байланыштын болушу, жалпысынан эл аралык өсүү мамилелеринин жардамы менен түшүндүрүлүп келген. Бирок, изилдөөчүлөр бул байланыш боюнча бир пикирге келе алган эмес (Н.Розанова, А.Назаренко, 2017).

Финансы рыногунун өнүгүүлөрү, инвестиция мүмкүнчүлүктөрүн жогорулатуу, натыйжасыз активдердеги инвестицияларды азайтуусу, сактоолордун натыйжалуу ишке ашырылуусу жана технологиялык инновацияларды кеңейтүүчү функциялары менен экономикалык өсүүгө өбөлгө түзөт (Б.И.Алехин, 2017).

Баалуу кагаздар рыногу инвесторлорго финансылык активдерди сатуу механизмин камсыздайт. Баалуу кагаздар рыногу капиталдын натыйжалуу бөлүштүрүлүшүн камсыз кылат жана ошону менен экономикалык өсүүгө түрткү түзөт. Өзгөчө баалуу кагаздар рыногу капитал чогултуу жана технологиялык жаңылыктар каналы менен экономикалык өсүүнү жогорулатат (А.Н.Зеленюк, В.Н.Кириллов, 2020).

Теориялык негизде, финансылык рыноктор акча каражаты ашыкча болгон жактардан акча каражатына муктаж болгон жактарга акча каражатын которуп берет. Муну менен чогуу финансылык система: рискти бөлүштүрүүнү камсыз кылат, ликвиддүүлүктү камсыз кылат, каражатты сунуш кылган жана каражатка муктаж болгон экономикалык жактардын ар түрдүү портфель тандоолоруна жол ачат, каражаттарды натыйжалуу колдоно алчу жактарга которот, капиталдын инвестициялык проекттерге өтүүсүнө жол ачат, товар жана кызматтардын алмашуусун жеңилдетет, сактоо чен бирдигин жогорулатуу менен экономикалык өсүүгө жол ачат (И.А.Гусева, 2020).

Магистрдик диссертациянын темасына байланыштуу анализдер жокко эсе. Баалуу кагаздардын экономикалык өсүүдө таасиринин анализи алкагында жазылган бул эмгегибиз бул багытта изилдөө жүргүзгөн жаш илимпоздорго булак болуп бере алат. Ошондой эле финансылык инструменттердин маанисин жогорулатууга чоң салым боло алат.

Бул диссертациялык иштин башкы максаты – баалуу кагаздар рыногу менен экономикалык өсүү ортосундагы байланышты аныктоо жана Кыргызстандагы баалуу кагаздар рыногунун экономикалык өсүүгө тийгизген таасирин аныктап, экономикалык өсүүнү жогорулатуу инструменттерин арттыруу болуп саналат.

Изилдөөнүн максатына жетүү үчүн каралган негизги маселелер төмөнкүлөр:

- Баалуу кагаздар рыногу түшүнүгүнүн концептуалдык негиздерин изилдөө;

- Баалуу кагаздар рыногунун инструменттеринин өзгөчөлүктөрүн талдоо;
- Экономикалык өсүүнүн негиздерин талдоо;
- Баалуу кагаздар рыногунун экономикалык өсүүдөгү ролун илимий эмгектерди колдонуу менен талдоо;
- Фондулук биржанын ишмердүүлүгүн анализдөө.

Коюлган максатка жетүү үчүн жүргүзүлгөн изилдөө үч бөлүмдөн турат. Биринчи бөлүмдө, баалуу кагаздар рыногу жана экономикалык өсүү түшүнүгүнүн теориялык – методологиялык негиздери изилденип, анын ичинде баалуу кагаз рыногуна байланыштуу болгон концепциялар, ага таасирин тийгизүүчү факторлор жана эң негизги экономикалык өсүүдөгү орду каралды жана ошондой эле баалуу кагаздар рыногу менен экономикалык өсүү ортосунда байланышты изилдеген илимий эмгектер каралды. Ал эми экинчи бөлүмдө, Кыргызстандын экономикасынын абалы, экономикалык өсүү темпи, баалуу кагаз рыногунун абалы жана алардын көйгөйлөрү каралып чыкты. Азыркы күндүн проблемасы болгон Ковид-19 пандемиясынын экономикага жана баалуу кагаз рыногуна тийгизген таасири да каралып чыкты. Ал эми үчүнчү бөлүмдө болсо баалуу кагаздар рыногу менен экономикалык өсүү ортосундагы байланышты эконометрикалык анализдөө жасалып, алардын жыйынтыктарына орун берилди.

БИРИНЧИ БӨЛҮМ

БААЛУУ КАГАЗДАР РЫНОГУНУН ЭКОНОМИКАЛЫК ӨСҮҮГӨ ТААСИРИ КОНЦЕПЦИЯСЫНЫН ТЕОРИЯЛЫК НЕГИЗДЕРИ

Бул бөлүмдө баалуу кагаздар рыногуна, экономикалык өсүүгө жалпы теориялык аныктама берилди жана баалуу кагаздар рыногунун экономикалык өсүүгө тийгизген таасирине карата берилген аныктамалар жана анын өзгөчөлүктөрү, концепциянын негиздери каралды. Ошондой эле баалуу кагаздар рыногунун экономикалык өсүүгө тийгизген таасири жөнүндө алгачкы жүргүзүлгөн изилдөөлөр каралып чыкты.

1.1. Баалуу кагаздар рыногу түшүнүгү

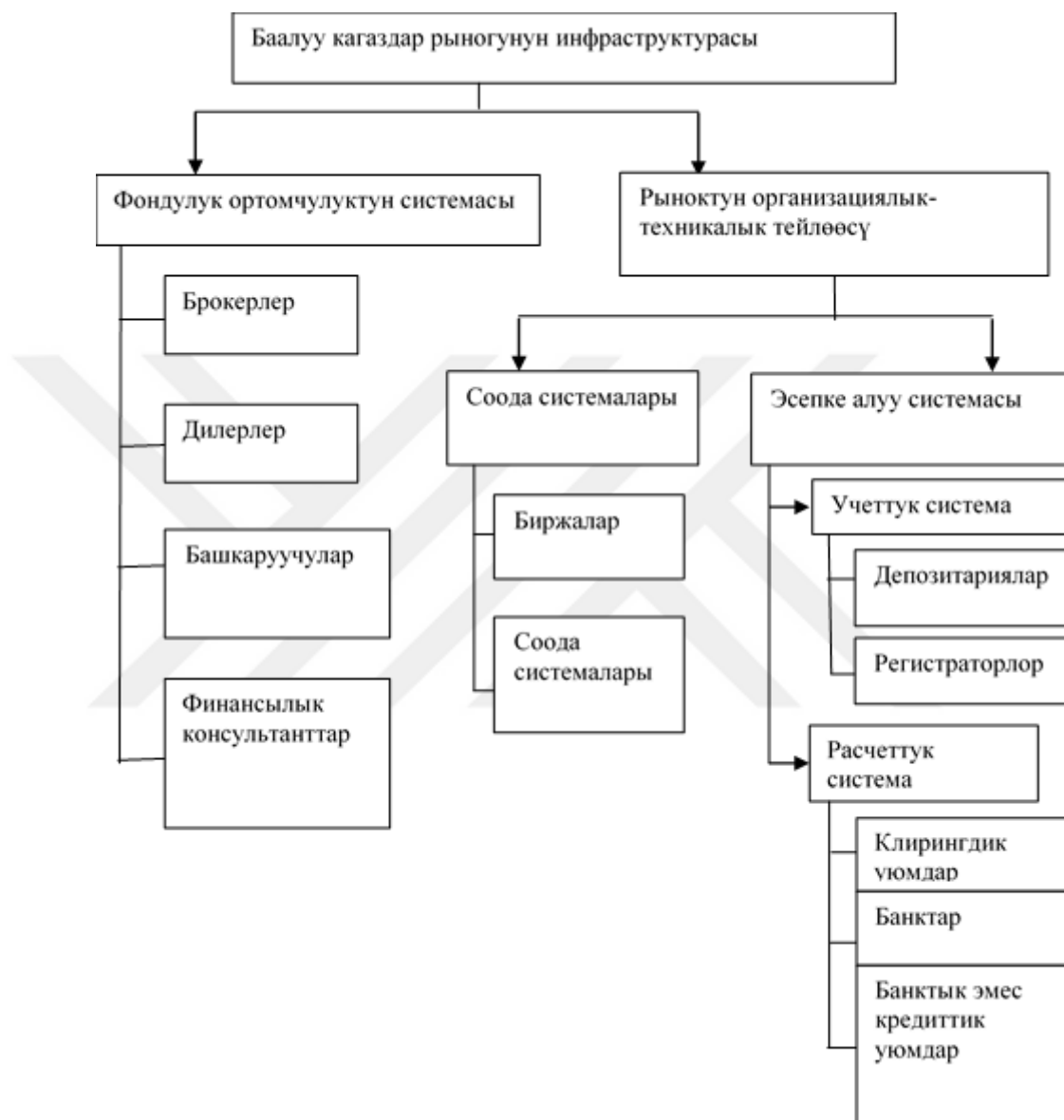
Баалуу кагаздар рыногу – бул баалуу кагаздарды чыгаруу жана жүгүртүү боюнча рыноктун катышуучуларынын ортосундагы экономикалык мамилелер болуп саналат. Баалуу кагаздар рыногу финансы рыногунун ажырагыс бөлүгү болуп саналып, мында каражаттар баалуу кагаздар сыяктуу финансылык инструменттер аркылуу кайра бөлүштүрүлөт (Ю.С.Осипов, 2012).

Баалуу кагаздар - бул инвестициялык инструмент катары колдонулган баалуу документтер аталат. Анткени бул документтер белгилүү бир сумманы көрсөтүп, экономикалык жактардын ортосунда кандайдыр бир укуктарды берет. Ал эми баалуу кагаздар менен болгон экономикалык иш-аракеттер баалуу кагаздар рыногунда ишке ашат (А.Г.Каратуев, 2013).

Баалуу кагаздар рыногу – сатып алуу жана сатуу, ошондой эле баалуу кагаздарды чыгаруу боюнча операцияларды камтыган финансылык рыноктун бир бөлүгү болуп саналат (А.А.Килячков, 2011).

Баалуу кагаздар рыногу капитал тартуу же капиталды жайгаштыруу максатында баалуу кагаздардын чыгарылышы же алардын айланышы аталат жана

ошондой эле финансылык рыноктун бир бөлүгү болуп саналат. Баалуу кагаздар рыногунун инфраструктурасы төмөнкү сүрөттө берилди.



Сүрөт 1.1. Баалуу кагаздар рыногунун инфраструктурасы

Баалуу кагаздар рыногунун инфраструктурасы эки багыттан турат. Анын биринчиси бул фондулук ортомчулуктун системасы, экинчиси болсо рыноктун уюштуруу - техникалык тейлөөсү болуп бөлүнөт. Фондулук ортомчулук системасына брокерлер, дилерлер, башкаруучулар жана финансылык консультанттар кирет. Ал эми рынокту уюштуруу – техникалык тейлоо багыты өз

ара экиге бөлүнөт. Анын биринчисине биржа жана соода системасы кирип соода системасы деп аталат. Экинчиси болсо учеттук – расчеттук системасы да экиге бөлүнүп, учеттук системага депозитарийлер жана регистраторлор кирет, ал эми расчеттук системага болсо клирингдик уюмдар, банктар жана банктык эмес кредиттик уюмдар кирет (А.Турбанов, А. Тютюнник, 2014). Демек, баалуу кагаздар рыногунун инфраструктурасы фондулук ортомчулук системасынан жана рыноктун организацялык – техникалык тейлөөсүнөн туурарын көрүүгө болот. Баалуу кагаз рыногунун катышуучулары финансылык рыноктун инструменттерин колдонуу аркылуу инвестиция тартуу же капиталды жайгаштыруу иш аракеттерин аткара алышат.

1.2. Баалуу кагаздар рыногунун функциялары

Баалуу кагаздар рыногу финансы рыногунун бир бөлүгү болуп, капитал рыногу менен акча рыногунун ортосундагы аралык позицияны ээлейт. Финансы рыногунун бир бөлүгү катары ал бир катар жалпы рыноктук (ар бир финансылык рынокко мүнөздүү) функцияларды аткарат (Т.Б.Бердникова, 2014).

Баалуу кагаздар рыногунун жалпы рыноктук функциялары:

- Коммерциялык - киреше алуу функциясы;
- Нарк же баа түзүү – тигил же бул рыноктун инструменттерине баа түзүү процессин камсыздоо жана кирешелүүлүк ченемдерин түзүү функциясы (б.а. бул рыноктун товарынын баасын аныктоо процессин камсыз кылуу);
- Маалыматтык – рыноктун катышуучуларына жана коомго рынокто болуп жаткан бардык нерселер жөнүндө маалымат берүү функциясы;
- Жөнгө салуучу – мамлекет же рыноктун уюмдары (катышуучулары) тарабынан рынокто тартипти, жөнгө салууну, башкарууну жана уюштурууну камсыз кылуу функциясы ж.б.

Баалуу кагаздар рыногунун өзгөчө функциялары:

- Акча каражаттарын (капиталды) пассивдүү капиталдын ээлеринен активдүү капиталдын ээлерине кайра бөлүштүрүү функциясы -

баалуу кагаздарды чыгаруу жана жүгүртүү жолу менен ишке ашырылат, бул акча каражаттарын иш чөйрөлөрүнүн, экономиканын чөйрөлөрүнүн, юридикалык жана жеке жактардын ортосунда кайра бөлүштүрүүнү билдирет,

- Финансылык (рыноктук) тобокелдиктерди кайра бөлүштүрүү функциясы, же кандайдыр бир рыноктук активдердин ээлеринин ортосунда тобокелдиктерди кайра бөлүштүрүү, менчик формасын өзгөртүү;
- Капиталды кайра бөлүштүрүү функциясы - баалуу кагаздарды чыгаруу жана жүгүртүү аркылуу аткарылуучу капиталды, же жалпы эле акчаны кайра бөлүштүрүү функциясы тармактардын жана иш чөйрөлөрүнүн ортосунда каражаттарды кайра бөлүштүрүүнү билдирет, аймактардын жана өлкөлөрдүн ортосундагы, калк менен ишканалардын ортосунда, башкача айтканда, жарандардын аманаттары өндүрүмдүү формага өткөндө, мамлекет менен башка юридикалык жана жеке жактардын ортосунда, мисалы, мамлекеттик бюджеттин тартыштыгын инфляциялык эмес негизде каржылоодо пайда болот (А.Г.Ивасенко, 2011).
- Тобокелдиктерди кайра бөлүштүрүү функциясы - ар кандай активдердин (товардык, валюталык, финансылык) ээлерин бул активдердин баанын, наркынын же рентабелдүүлүгүнүн жагымсыз өзгөрүүсүнөн коргоо үчүн баалуу кагаздар рыногунун инструменттерин (биринчи кезекте баалуу кагаздардын негизиндеги туундуу каражаттар деп аталган) пайдалануу болуп саналат. Алар үчүн бул функцияны тобокелдикти коргоо (камсыздандыруу) функциясы же тагыраак айтканда хеджирлөө функциясы деп атоого болот. Бирок, хеджирлөө бир тараптуу түрдө мүмкүн эмес: эгерде тобокелчиликтен камсыздандырууну каалаган адам болсо, анда бул тобокелдикти кабыл алууну мүмкүн деп эсептеген башка тарап болушу керек. Баалуу кагаздар рыногунун жардамы менен сиз тобокелдикти, тобокелдикке

барууга даяр сатып алуучуларга которуу мүмкүнчүлүгүнө ээ болосуз. Демек, баалуу кагаздар рыногунда хеджирлөөнүн максаты тобокелдикти кайра бөлүштүрүүдө болот. Бул функция баалуу кагаздар рыногунун салыштырмалуу жаңы функциясы болуп саналат. Анын аркасында баалуу кагаздар рыногу бир жагынан өзүнүн туруктуулугун, экинчи жагынан анын маанисин кыйла жогорулатты, анткени ошол эле каражаттарды кайра бөлүштүрүү функциясына негизделген тобокелдикти кайра бөлүштүрүү функциясы агымын кескин тездетет жана ал тургай эркин (же бошотулган) каржылык капиталды жөнөкөйлөтөт. (В.А.Татьянников, Е.А.Разумовская, Ю.В.Куваева, 2019).

Баалуу кагаздар рыногу – баалуу кагаздарды чыгаруу жана жүгүртүү менен байланышкан экономикалык мамилелердин чөйрөсү болуп эсептелет. Анын максаты - рыноктун катышуучулары тарабынан баалуу кагаздар менен ар кандай операцияларды жүргүзүү аркылуу финансылык ресурстарды топтоо жана аларды кайра бөлүштүрүү мүмкүнчүлүгүн камсыз кылуу, б.а. инвесторлордон баалуу кагаздардын эмитенттерине убактылуу бош акча каражаттарынын кыймылында ортомчулукту ишке ашыруу болуп саналат (А.Н.Буренин, 2009).

Жыйынтыктап айтканда баалуу кагаздар рыногунун жогоруда аталган функцияларынын баары так иштесе, анда баалуу кагаздар рыногу өнүгүүдө деп айта алабыз. Баалуу кагаздар рыногу башка рыноктордой эле пайда табууну көздөйт. Өнүккөн баалуу кагаздар рыногу болсо бир гана өлкө ичиндеги инвестицияларды эмес, тышкы инвестицияларды да тартууга жол ачат.

1.3. Баалуу кагаздар рыногунун классификациясы

Баалуу кагаздар рыногунун ар кандай классификациялары кездешет.

Аймактык принцип боюнча баалуу кагаздар рыногу эл аралык, аймактык, улуттук жана жергиликтүү болуп бөлүнөт.

Баалуу кагаздарды жүгүртүүгө киргизүү убактысына жана ыкмасына жараша баалуу кагаздар рыногунун түрлөрү:

- Биринчи;
- Экинчи деп бөлүнөт.

Биринчи рынок – баалуу кагаздарды чыгарууну (эмиссия) жана алгачкы жайгаштырууну тейлеген рынок болуп саналат.

Экинчи рынок - мурда чыгарылган баалуу кагаздар жүгүртүүдөгү, баалуу кагазды бир менчик ээсина экинчисине өткөрүп берүүнүн башка түрлөрүн сатып алуу-сатуу же баалуу кагаздын бүткүл мөөнөтү ичинде жүзөгө ашырылуучу рынок аталат. Бул жерде активди сатып алуу жана сатуу процессинде анын иш жүзүндөгү курсу аныкталат, б.а. баалуу кагаздардын баасы боюнча котировка жүргүзүлөт.

Уюштуруу даражасына жараша баалуу кагаздар рыногунун түрлөрү:

- Уюштурулган;
- Уюштурулбаган деп экиге бөлүнөт.

Уюштурулган рынок – бул лицензияланган кесипкөй ортомчулардын ортосунда мыйзамдуу эрежелердин негизинде баалуу кагаздардын жүгүртүүсү.

Уюшулган эмес рынок - рыноктун бардык катышуучулары үчүн бирдей эрежелерди сактабастан баалуу кагаздардын жүгүртүүсү аталат. Мында бүтүмдөрдү түзүү эрежелери, баалуу кагаздарга талаптар, катышуучуларга ж.б.у.с. белгиленбеген, соода ээнбаштык менен, сатуучу менен сатып алуучунун жеке байланышында жүргүзүлгөн рынок аталат. Аткарылган транзакциялар жөнүндө маалыматты таратуу системасы жок болот (М.И.Глохов, М.В.Снежинская, 2016).

Баалуу кагаздар рыногунун соода орду боюнча:

- Биржалык;
- Биржадан тышкары рынок.

Биржа базары – фондулук (фьючерс, валюталык жана товардык биржа секциялары,) биржанын жана анда иштеген брокердик (брокердик) жана дилердик фирмалар тарабынан уюштурулган рынок аталат.

Биржадан тышкары рынок - бул фондулук биржаларда котировкалоого жол берилбеген баалуу кагаздардын жүгүртүү чөйрөсү болуп саналат. Биржадан тышкаркы рынок – акцияларын каалаган биржада каттоого ала албаган (листингден өтө албаган) жана алып-сатууга уруксаты жок же жетишсиз сандагы акциялары же кирешеси жок акционердик коомдордун баалуу кагаздарын жүгүртүү жери аталат. Бул уюшкан жана уюшулбаган болушу мүмкүн. Уюшкан биржадан тышкаркы рынокту фондулук дүкөндөр, банк филиалдары, ошондой эле биржага мүчө болгон же кирбеген дилерлер, инвестициялык компаниялар, инвестициялык фонддор, банк филиалдары ж.б. катышат (М.И.Глохов, М.В.Снежинская, 2016).

Бүтүмдөрдүн түрлөрү боюнча баалуу кагаздар рыногу:

- накталай (кассалык);
- шашылыш деп бөлүнөт. (М.И.Глохов, М.В.Снежинская, 2016)

Накталай акча рыногу (кэш - рынок, спот - базар) – операция жасалган күндү кошпогондо, 1-2 жумушчу күндүн ичинде операциялар токтоосуз аткарылуучу рынок болуп саналат.

Шашылыш рыногу (форварддык) – эки жумушчу күндөн ашык төлөө мөөнөтү менен ар кандай түрдөгү бүтүмдөр түзүлүүчү рынок болуп саналат.

Соода ыкмасы боюнча баалуу кагаздар рыногунун төмөнкүдөй түрлөргө бөлүнөт:

- Салттуу;
- Компьютерлештирилген.

Компьютерлештирилген рынокто соода тиешелүү биржалык ортомчуларды бириктирген компьютердик тармактар аркылуу ишке ашырылат. Бул рыноктун мүнөздүү белгилери болуп төмөнкүлөр саналат:

-Сатуучулар менен сатып алуучулар жолугушкан физикалык жердин жоктугу, демек, алардын ортосунда түз байланыш;

-Соода процессин толук автоматташтыруу жана аны тейлөө; рыноктун катышуучуларынын ролу, негизинен, соода системасына баалуу кагаздарды сатып алуу жана сатуу боюнча алардын буйруктарын киргизүү үчүн кыскарган.

Салттуу рынокто соода түздөн - түз биржадагы баалуу кагаздарды сатуучулар менен сатып алуучулардын ортосунда алмашуулар жүзөгө ашырылат.

Эмитенттер жана инвесторлор боюнча баалуу кагаздар рыногу рынокторго бөлүнөт:

- Мамлекеттик баалуу кагаздар,
- Муниципалдык баалуу кагаздар,
- Корпоративдик баалуу кагаздар,
- Жеке жактар тарабынан чыгарылган (сатып алынган) баалуу кагаздар (М.И.Глохов, М.В.Снежинская, 2016).

Баалуу кагаздардын конкреттүү түрлөрүнө карай акциялардын, облигациялардын, векселдердин жана башкалардын рыноктору деп бөлүнөт. Мындан тышкары, баалуу кагаздар рыногу тармактык, аймактык жана башка критерийлер боюнча да бөлүнөт (М.И.Львова, Ю.В.Куваева, 2019).

1.4. Баалуу кагаздар рыногунун катышуучулары

Баалуу кагаздар рыногунун катышуучулары баалуу кагаздар боюнча укукка ээ болууда экономикалык ар кандай мамилелерге катышкан жеке жактар жана юридикалык жактар боло алышат (Е.Е.Румянцева, 2015).

Төмөнкү ишмердүүлүктү алып барган юридикалык жактар, анын ичинде кредиттик уюмдар баалуу кагаздар рыногунун кесипкөй катышуучулары боло алышат:

- Брокердик ишмердүүлүк;
- Дилердик ишмердүүлүк;
- Баалуу кагаздарды башкаруу боюнча ишмердүүлүк;
- Өз ара милдеттенмелерди аныктоо боюнча иш-чаралар (клиринг);
- Депозитардык ишмердүүлүк;
- Баалуу кагаздардын ээлеринин реестрин жүргүзүү боюнча ишмердүүлүк;
- Баалуу кагаздар рыногунда сооданы уюштуруу боюнча ишмердүүлүк.

Баалуу кагаздар рыногунун катышуучуларын беш негизги топко топтоого болот:

- Эмитенттер – баалуу кагазды биринчилик айланууга чыгарышат;
- Инвесторлор – булар баалуу кагаздарды сатып алуучулар;
- Биржалык ортомчулар – эмитенттер менен инвесторлордун ортосундагы байланышты камсыз кылуучу жана тиешелүү ортомчулук ишмердүүлүккө (брокердик жана дилердик кызмат көрсөтүүлөргө) мамлекеттик лицензиялары бар соодагерлер аталат;
- Брокерлер – кардардын акча каражаттарынын эсебинен операцияларды жүзөгө ашыруучу баалуу кагаздар рыногунун катышуучулары (брокер юридикалык жак гана боло алат)
- Дилерлер – баалуу кагаздар рыногунун катышуучулары, өз каражаттарынын эсебинен баалуу кагаздар менен операцияларды жүргүзүшөт (дилер коммерциялык уюм болгон юридикалык жак гана боло алат);
- Инфраструктураны уюштуруучулар;

- Жөнгө салууну жана контролдоону уюштуруучулар (В.А.Татьянников, Е.А.Разумовская, Ю.В.Куваева, 2019).

Демек, баалуу кагаздар рыногунун катышуучулары жеке жана юридикалык жактардан турат, жана ошондой эле баалуу кагаздар рыногунун катышуучуларынын өздөрүнө тиешелүү милдеттери жана укуктары бар. Экономикалык жактар баалуу кагаздар рыногунда алып - сатууларды жеке өздөрү жүргүзө алат же болбосо брокерлер жана дилерлердин кызматтарынан пайдалана алышат. Баалуу кагаздар рыногун жөнгө салуу жана контролдоо боюнча уюмдар мамлекеттик органдар жана рыноктун катышуучуларынын уюмдары тарабынан көрсөтүлөт. Мамлекеттик жөнгө салуунун максаты инвестордун баалуу кагаздар рыногуна болгон ишенимин камсыз кылуу болуп саналат.

1.4.1. Эмитенттер

Эмитенттер - баалуу кагаздар рыногунун профессионал катышуучулары, алар жүгүртүүгө баалуу кагаздарды чыгарышат жана ээлеринин алдында милдеттенмелерди алышат. Эмитенттер, адатта, юридикалык жактар болуп саналат.

Иш жүзүндө эмитенттер баалуу кагаздын биринчи сатуучулары болуп саналат, бирок эмиссиянын өзү сатып алуу-сатуу бүтүмү менен коштолушу керек эмес. «Эмитент» түшүнүгүндө баалуу кагазды чыгарууга гана эмес, эмитенттин ал боюнча милдеттенмелерди өзүнө алууга, демек, баалуу кагазга, анын ээсине жана сатып алуучуга байланыштуу белгилүү бир укуктарды алууга басым жасалат. Баалуу кагаздардын кээ бир түрлөрү жеке жактар (жеке адамдар) тарабынан жүгүртүүгө чыгарылышы мүмкүн болсо да, эмитенттер адатта юридикалык жактар болуп саналат (А.Г.Каратуев, 2013).

1.4.2. Инвесторлор

Инвесторлор – баалуу кагаздар рыногунун катышуучулары, өздөрүнүн бош капиталын же аманаттарын баалуу кагаздарга салган юридикалык жана жеке жактар. Инвестор баалуу кагаздардын эмиссиясын өзү жүргүзсө, бир эле учурда

эмитент болот. Ар бир сатып алуучу инвестор болбосо да, инвестор ар дайым баалуу кагаздын сатып алуучусу (сатып алуучусу) болот. Эгерде инвестор өзүнүн баалуу кагаздарын чыгарса, бир эле учурда эмитент боло алат, ал эми эмитент өз капиталын башка эмитенттердин баалуу кагаздарына салса, бир эле учурда инвестор болот. Эгерде эмитент белгилүү бир деңгээлдеги конвенция менен өзүнүн баалуу кагазынын биринчи сатуучусу деп атоого боло турган болсо (чындыгында, аны көп учурда эмитенттин өзү эмес, ал ыйгарым укук берген адам сатат), анда инвестор, эреже катары, , эч качан баалуу кагаздын "акыркы" сатып алуучусу болуп калбайт. Ал дайыма сатуучунун, андан кийин ар кандай баалуу кагаздардын рыноктук абалына, баасына жана кирешелүүлүгүнө жараша сатып алуучунун ролунда аракеттенет. Ошондуктан эмитенттерди баалуу кагаздарды сатуучулар менен, ал эми инвесторлорду сатып алуучулар менен гана аныктоо туура эмес.

Эмитенттер да, инвесторлор да баалуу кагаздар рыногунда сатуучу да, сатып алуучулар катары да иштешет. Рыноктун катышуучуларын эмитенттерге жана инвесторлорго бөлүү алардын баалуу кагазды сатып алуу - сатуу боюнча позициясына жараша эмес, ар бир баалуу кагаз боюнча мүлктүк укуктарга жана милдеттерге карата жүргүзүлөт (А.Г.Каратуев, 2013).

1.4.3. Акционердик ортомчулар

Фонддук ортомчулар – эмитенттер менен инвесторлордун ортосундагы байланышты камсыз кылган жана тиешелүү ортомчулук ишмердүүлүккө (брокердик жана дилердик кызмат көрсөтүүлөргө) мамлекеттик лицензиялары бар баалуу кагаздар рыногунун кесипкөй катышуучулары.

Брокерлер – комиссиялык же комиссиялык келишимдерге ылайык кардардын эсебинен баалуу кагаздар менен операцияларды жүзөгө ашыруучу биржалык ортомчулар. Брокер комиссия түрүндө киреше алат.

Эгерде брокер эмиссиялык баалуу кагаздарды жайгаштыруу боюнча кызмат көрсөтсө, брокер келишимде каралган мөөнөттө жайгаштырылбаган баалуу кагаздарды өз эсебинен сатып алууга укуктуу.

Дилерлер баалуу кагаздар менен операцияларды өз каражаттарынын эсебинен жүргүзгөн биржалык ортомчулар болуп саналат. Алардын кирешеси баалуу кагазды сатуу жана сатып алуу баасынын ортосундагы айырма болуп саналат.

Башкаруучу компаниялар - баалуу кагаздарды жана/же баалуу кагаздарды сатуудан бошотулган же аларды сатып алууга арналган каражаттарды ишенимдүү башкаруу боюнча иш-аракеттерди өз кардарларынын атынан жана таламында жүзөгө ашыруучу акциялык ортомчулар аталат.

Фондулук ортомчулар юридикалык жак гана боло алат, алар ар кандай уюштуруу - укуктук формада түзүлүшү мүмкүн, ортомчулуктун тиешелүү түрүнө мамлекеттик лицензиясы болушу керек (А.И.Басова, В.И.Колесников, 2012).

1.4.4. Инфраструктуралык уюмдар

Баалуу кагаздар рыногунун инфраструктурасынын уюмдарын шарттуу түрдө эки топко бөлүүгө болот: ушул рынокту гана тейлеген уюмдар, эсептешүү борборлору, депозитарийлер, регистрлер; жана бир эле учурда көптөгөн рынокторду тейлеген уюмдар, анын ичинде бул, электрондук маалымат системалары, гезиттер, журналдар, юридикалык кызматтар ж.б.

Баалуу кагаздар рыногунун уюштуруучулары - болуп баалуу кагаздар менен сатып алуу - сатуу бүтүмдөрүн түзүүгө көмөктөшүүчү уюмдар саналат.

Баалуу кагаздар рыногунун уюштуруучуларына биржалар жана биржадан тышкаркы рыноктун уюштуруучулары кирет.

Эсептешүү борборлору - баалуу кагаздардын уюшулган рыногунун катышуучуларынын эсептешүү эсептерин жүргүзүүгө жана баалуу кагаздар менен

бүтүмдөр боюнча бардык эсептешүүлөрдү жүргүзүүгө адистешкен банк тибиндеги уюмдар.

Регистраторлор - баалуу кагаздар боюнча алардын саны 500дөн ашса, реестрлер катталган баалуу кагаздардын ээлеринин реестрин жүргүзүшөт.

Депозитарийлер - баалуу кагаздарды сактоо жана эсепке алуу жана баалуу кагаздарга болгон менчик укугун бир менчик ээсинен экинчисине өткөрүп берүү боюнча кызматтарды көрсөтөт.

Баалуу кагаздар рыногун жөнгө салуу жана контролдоо боюнча уюмдар мамлекеттик органдар жана рыноктун катышуучуларынын уюмдары тарабынан көрсөтүлөт. Бул уюмдар же тиешелүү мамлекеттик бийлик органдары тарабынан, же мамлекет тарабынан да, рынок адистеринин өздөрү тарабынан да контролдук жана жөнгө салуу укуктары берилген рыноктун катышуучуларынын уюмдары тарабынан көрсөтүлөт.

Мамлекеттик жөнгө салуунун максаты инвесторлордун баалуу кагаздар рыногуна ишенимин камсыз кылуу болуп саналат, бул алардын экономикалык функцияларын аткаруусуна кепилдик берет жана рыноктун катышуучуларынын, тиешелүү уюмдардын да ишин жөнгө салат жана алардын баалуу кагаздар рыногунда кандайдыр бир операцияларды жүргүзүү эрежелерин белгилейт (Б.М.Ческидов, 2014).

1.5. Баалуу кагаздар рыногунда кесиптик ишмердүүлүк

Баалуу кагаздар рыногунун катышуучулары кесиптик иштин төмөнкү түрлөрүн жүзөгө ашырышат:

- брокердик;
- дилердик;
- баалуу кагаздарды башкаруу боюнча ишмердүүлүк;
- өз ара милдеттенмелерди аныктоо (клиринг);
- депозитардык ишмердүүлүк;

- баалуу кагаздардын ээлеринин реестрин жүргүзүүгө жана баалуу кагаздар рыногунда сооданы уюштурууга байланыштуу ишмердүүлүк.

Албетте, алардын ар бири өзүнүн өзгөчөлүгүнө ээ, бирок аларды бириктирген - бул лицензиялоо жана федералдык аткаруу органынын талаптарын сактоо. Атап айтканда, баалуу кагаздар рыногунун кесипкөй катышуучуларынын кызмат адамдарына төмөнкүлөр кирет (А.Г.Каратуев, 2013):

- баалуу кагаздар рыногунун кесипкөй катышуучусунун бирден - бир аткаруучу органынын функцияларын аткаруучу адамдарга, эгерде алар жетектеген уюмдар лицензиялары жокко чыгарылса же үч жылдан аз убакыт өткөндөн кийин банкроттук жол - жоболорун колдонуу жөнүндө чечим кабыл алынса, алар аткара албайт;
- экономикалык иш чөйрөсүндө же мамлекеттик бийликке каршы кылмыштар үчүн соттолгон адамдарга;
- аткаруу бийлигинин бирден - бир органынын кызмат ордуна шайланган же фондулук биржанын, клирингдик жана депозитардык ишти жүзөгө ашыруучу уюмдун контролдоочу органынын жетекчиси (контролери) тарабынан дайындалган, ошондой эле учурда жасалган бүтүмдөрдүн натыйжалары боюнча эсептешүүлөрдү жүзөгө ашыруучу адамдар.

1.5.1. Иш-аракеттерди лицензиялоо

Баалуу кагаздар рыногунда ишмердүүлүк лицензиянын негизинде жүзөгө ашырылат. Баалуу кагаздар рыногунда кесиптик ишмердикти лицензиялоо атайын түшүнүктөрдүн жана аныктамалардын негизинде жүргүзүлөт. Лицензиялоо кесиптик иштин ар кандай түрлөрүнө лицензияларды берүүнүн, кайра берүүнүн, алмаштыруунун, лицензиянын дубликатын алуунун, ошондой эле лицензиянын колдонулушу токтотулган учурда берүүнүн тартибин жана шарттарын белгилейт.

Лицензия - лицензиялык талаптарды жана шарттарды милдеттүү түрдө сактоо менен иштин белгилүү бир түрүн жүзөгө ашырууга лицензия берүүчү орган тарабынан юридикалык же жеке жакка берилүүчү атайын уруксат; иштин лицензияланган түрү - белгилүү аймакта жүзөгө ашыруу үчүн лицензия талап кылынган иштин түрү; лицензиялоо - лицензияларды берүүгө, лицензияларды кайра жаратууга, жокко чыгарууга, токтото турууга жана жаңыртууга жана иштин лицензиялануучу түрүн жүзөгө ашырууда аткарылышы милдеттүү болгон талаптардын жана шарттардын сакталышын контролдоо менен байланышкан иш болуп саналат (В.А.Галанов, 2006).

Лицензиялоонун негизги принциптери болуп төмөнкүлөр саналат:

- өлкөнүн аймагында экономикалык мейкиндиктин биримдигин камсыз кылуу;
- иштин лицензиялануучу түрлөрүн белгилөө;
- лицензиялоонун тартибин белгилөө;
- лицензиялык талаптарды жана шарттарды белгилөө;
- лицензиялоонун ачыктыгы жана айкындыгы;
- мыйзамдуулукту сактоо.

Лицензия алуу тартибин так сактоону жана зарыл документтерди берүүнү караган баалуу кагаздар рыногунда ишти лицензиялоонун талаптары жана шарттары кесипкөй катышуучунун өздүк капиталынын өлчөмүнө жана кесипкөйлүктүн ар кандай түрлөрүн айкалыштыруу шарттарына карата талаптарды камтыйт.

1.5.2. Брокердик жана дилердик ишмердүүлүк

Баалуу кагаздар менен жарандык-укуктук бүтүмдөрдү түзүүгө жана/же туунду финансылык инструмент болуп саналган келишимдерди кардардын атынан, анын ичинде кардардын, анын ичинде эмиссиялык баалуу кагаздардын эмитентинин атынан жана анын эсебинен түзүүгө байланышкан иш брокердик иш. жайгаштырылат же өз атынан, ал эми кардар менен акы төлөнүүчү келишимдердин

негизинде кардардын эсебинен. Брокердик иш келишимдин негизинде жүзөгө ашырылат жана төмөнкү өзгөчөлүктөргө ээ (Т.Б.Бердникова, 2014):

- брокер кардарлардын заказдарын ак ниеттүүлүк менен жана аларды кабыл алуу тартибинде аткарууга тийиш;
- эгерде брокердин жана анын кардарынын таламдарынын кагылышуусу, бул жөнүндө кардарга билдирилбеген, зыян келтирүүгө алып келсе, брокер келтирилген зыянын суммасын төлөп берүүгө милдеттүү;
- операцияларды жүргүзүү үчүн алар тарабынан брокерге берилген кардарлардын акча каражаттары өзүнчө банк эсебинде сакталууга тийиш;
- брокер кардардын акчасын өз кызыкчылыгында пайдаланууга укуктуу, ал эми брокер кардарга маржа операцияларын жүргүзүү үчүн акчаны карызга берүүгө укуктуу (шарттар брокердик кызмат көрсөтүү келишими менен аныкталат); брокер квалификациялуу инвесторлор үчүн арналган баалуу кагаздар менен бүтүмдөрдү түзүүгө жана туунду финансылык инструмент болуп саналган келишимдерди түзүүгө укуктуу.

Дилердик иш - бул баалуу кагаздарды ушул баалар боюнча сатып алуу жана/же сатуу милдеттенмеси менен белгилүү бир баалуу кагаздарды сатып алуу жана/же сатуу баасын ачык жарыялоо жолу менен өз атынан жана өз эсебинен баалуу кагаздарды сатып алуу - сатуу боюнча бүтүмдөрдү жасоо аталат. Мындай иш - аракет жүзөгө ашыруучу адам тарабынан жарыяланат (А.Н.Буренин, 2009).

Дилердик ишмердүүлүктүн өзгөчөлүктөрү:

- дилер коммерциялык уюм болгон юридикалык жак, ошондой эле мамлекеттик корпорация гана боло алат;
- дилер бүтүмдүн баасынан тышкары келишимдин башка маанилүү шарттарын: сатып алынган жана/же сатылган баалуу кагаздардын

минималдуу жана максималдуу санын, ошондой эле жарыяланган баалар күчүндө болгон мезгилди жарыялоого укуктуу. Маанилүү шарттарды көрсөтүү жок болгон учурда дилер өзүнүн кардары сунуш кылган олуттуу шарттар боюнча келишим түзүүгө милдеттүү;

- дилердин келишим түзүүдөн качуусу боюнча ага мындай келишимди мажбурлап түзүү жана/же кардарга келтирилген зыяндын ордун толтуруу жөнүндө доо коюлушу мүмкүн.

1.5.3. Баалуу кагаздарды башкаруу боюнча иш-чаралар

Баалуу кагаздарды башкаруу боюнча ишмердүүлүк - баалуу кагаздар менен бүтүмдөрдү түзүүгө жана (же) туунду финансылык инструмент болуп саналган келишимдерди түзүүгө арналган баалуу кагаздарды, акча каражаттарын ишенимдүү башкаруу боюнча ишмердүүлүк аталат (В.С.Торкановский, В.И.Колесников, 2015).

Жетекчинин ишинин өзгөчөлүктөрү:

- эгерде ишенимдүү башкаруу башкаруучунун баалуу кагаздар боюнча укуктарын ишке ашыруусу менен гана байланыштуу болсо, баалуу кагаздарды башкаруу боюнча ишти жүзөгө ашырууга лицензия талап кылынбайт;
- жетекчи “Д.У.” деген жазуу менен жетекчинин милдетин аткарып жатканын көрсөтүүгө милдеттүү;
- эгерде башкаруучунун жана анын кардарынын кызыкчылыктарынын кагылышуусу, бул жөнүндө кардарга билдирилбегендиги, зыян тартууга алып келсе, жетекчи келтирилген зыяндын суммасын төлөп берүүгө милдеттүү;
- башкаруучу квалификациялуу инвесторлор үчүн арналган баалуу кагаздар менен бүтүмдөрдү түзүүгө жана квалификациялуу инвесторлор үчүн туунду финансылык инструмент болуп саналган келишимдерди түзүүгө укуктуу;

- башкаруучу тарабынан мыйзамдын талаптарын бузгандыгы үчүн доо башкаруучу тиешелүү отчетту алган күндөн тартып бир жылдын ичинде кардар тарабынан коюлушу мүмкүн.

1.5.4. Клирингдик жана депозитардык иш

Клирингдик иш - өз ара милдеттенмелерди аныктоо боюнча иш (баалуу кагаздар менен операциялар жөнүндө маалыматтарды чогултуу, салыштыруу, оңдоо жана алар боюнча бухгалтердик документтерди түзүү) жана баалуу кагаздарды берүү жана алар боюнча эсептешүүлөрдү жүргүзүү үчүн аларды эсепке алуу ишмердиги аталат (В.С.Торкановский, В.И.Колесников, 2015).

Өз ара милдеттенмелерди аныктоо боюнча иштин өзгөчөлүктөрү:

- баалуу кагаздар менен операциялар боюнча эсептешүүлөрдү жүргүзгөн клирингдик уюм баалуу кагаздар менен операцияларды жасабоо тобокелдиктерин азайтуу үчүн атайын фонддорду түзүүгө милдеттүү;
- клирингдик уюм клирингдик ишти жүргүзүү эрежелерин бекитүүгө милдеттүү;
- клирингдик уюм клирингдик ишти жүзөгө ашыруу эрежелерин баалуу кагаздар рыногу боюнча федералдык аткаруу органында каттоодон өткөрүүгө милдеттүү.

Депозитардык иш - бул баалуу кагаздардын сертификаттарын сактоо жана/же эсепке алуу жана баалуу кагаздарга укуктарды өткөрүп берүү боюнча кызматтарды көрсөтүү болуп саналат.

Депозитардык иштин өзгөчөлүктөрү:

- юридикалык жак гана депозитарий боло алат;
- депозитарий менен депоненттин ортосундагы депозитардык иш процессинде алардын мамилелерин жөнгө салуучу келишим жазуу

жүзүндө түзүлөт жана депозитарий келишими (сактоо эсеби жөнүндө келишим) деп аталат;

- депозитарий келишимине кол коюу депозитарийдин баалуу кагаздарына менчик укугунун депозитарийге өтүшүнө алып келбейт жана депозитарийдин баалуу кагаздары депозитарийдин милдеттенмелери боюнча өндүрүп алынышы мүмкүн эмес;

Реестр жана соода уюштуруу иштери

Баалуу кагаздардын ээлеринин реестрин жүргүзүү боюнча иш баалуу кагаздардын ээлеринин реестрин жүргүзүү тутумун түзгөн маалыматтарды чогултуу, эсепке алуу, иштеп чыгуу, сактоо жана берүү болуп саналат (Е.Е.Румянцева, 2015).

Баалуу кагаздардын ээлеринин реестрин жүргүзүү боюнча иштин өзгөчөлүктөрү (регистр):

- иши баалуу кагаздар рыногунда кесипкөй иштин башка түрлөрү менен айкалыштырууга жол бербеген юридикалык жак гана каттоочу катары таанылат;
- реестр берүүчү баалуу кагаздардын ээлеринин реестрин жүргүзүү системасында катталган эмитенттин баалуу кагаздары менен операцияларды жүргүзүүгө укугу жок;
- реестрди жүргүзүү жөнүндө келишим бир гана юридикалык жак менен түзүлөт, бирок реестр берүүчү чексиз сандагы эмитенттердин баалуу кагаздарын кармоочулардын реестрин жүргүзө алат;
- квалификациялуу инвесторлор үчүн арналган баалуу кагаздардын ээлеринин реестринин кармоочусу, эгерде ал квалификациялуу инвестор болгон учурда гана ээсинин жеке эсебине баалуу кагаздарды чегерүүгө укуктуу;

- каттоочу бүтүмдүн катышуучуларынан жыйым алууга укуктуу жана бүтүмдүн катышуучуларынан бүтүмдүн көлөмүнөн пайыз катары алууга укугу жок;
- реестрди жүргүзүү жана түзүү системасын жүргүзүү тартибин талаптагыдай аткарбаган жана отчеттуулуктун формаларын бузган каттоочу келтирилген зыяндын ордун толтуруу үчүн доо коюлушу мүмкүн;
- каттоочу баалуу кагаздардын ээсинин талабы боюнча өзүнүн жеке эсеби үчүн реестрди жүргүзүү тутумунан көчүрмөнү берүүгө милдеттүү.

Каттоочу төмөнкүлөргө милдеттүү: баалуу кагаздардын ээсине өздүк эсеп ачууга, реестрди жүргүзүү системасына көрсөтмөнүн (буйруктун) негизинде бардык зарыл болгон өзгөртүүлөрдү жана толуктоолорду киргизүүгө, баалуу кагаздарды кармоочулардын өздүк эсептери боюнча операцияларды жүргүзүүгө, кызыкдар тараптарга тиешелүү маалымат берүүгө.

Баалуу кагаздар рыногунда сооданы уюштуруу иши - бул баалуу кагаздар рыногунун катышуучуларынын ортосунда баалуу кагаздар менен жарандык - укуктук бүтүмдөрдү түзүүгө түздөн - түз көмөк көрсөтүүчү кызматтарды көрсөтүү болуп саналат (Б.М.Ческидов, 2014).

Баалуу кагаздар рыногунда сооданы уюштуруучунун ишинин өзгөчөлүктөрү:

- катышуучуларды жана баалуу кагаздарды соодалоого киргизүүнүн, бүтүмдөрдү түзүүнүн, макулдашуунун, каттоонун жана жүзөгө ашыруунун эрежелери, бааларды манипуляциялоону чектеген эрежелер, кызмат көрсөтүүлөрдүн графиги, өзгөртүүлөрдү жана толуктоолорду киргизүү тартиби жөнүндө маалыматтарды, ошондой эле соодалоого уруксат берилген баалуу кагаздар;

- ар бир түзүлгөн бүтүм жөнүндө, бүтүмдү түзүүнүн датасы жана убактысы, бүтүмдүн предмети болгон баалуу кагаздардын аталышы, бир баалуу кагаздын баасы жана баалуу кагаздардын саны, баалуу кагаздардын эмиссиясынын мамлекеттик каттоо номери жөнүндө маалыматтарды берүүгө;
- квалификациялуу инвесторлор үчүн арналган баалуу кагаздарды соодалоого уруксат берүүгө;
- квалификациялуу инвесторлор үчүн арналган баалуу кагаздар жана мындай баалуу кагаздар менен бүтүмдөр жөнүндө маалыматты ачыкка чыгарбоого жана бербөөгө милдеттүү.

Фондулук биржа баалуу кагаздар рыногунда сооданы уюштуруучу болуп саналат. Фондулук биржанын тапшырмасы төмөндө берилди (А.Турбанов, А.Тютюнник, 2014):

- финансылык ресурстарды мобилизациялоо;
- финансылык салымдардын ликвиддүүлүгүн камсыз кылуу;
- баалуу кагаздар рыногун жөнгө салуу;

Фондулук биржанын функциялары:

- биржалык сооданы уюштуруу;
- алмашуу келишимдерин даярдоо жана ишке ашыруу;
- алмашуу баасын котировкалоо;
- алмашуу операцияларын аткаруусун гарантиялоо.

Кирешеси:

Биржанын кирешеси төмөнкүлөрдөн турат:

- биржа соодасынын катышуучуларынан алынуучу комиссия;
- листинг жыйымдары;
- биржа мүчөлөрүнүн кирүү, жылдык жана максаттуу төлөмдөрү;

- учурдагы жоготууларды жабуу же зарыл резервдерди түзүү үчүн салымдар.

Катышуучулар

Биржа соодасынын негизги катышуучулары болуп төмөнкүлөр саналат (Е.Е.Румянцева, 2015):

- Дилерлер (өз алдынча соода жүргүзүшөт жана өз капиталын колдонушат);
- Брокерлер (комиссия үчүн кардарлардын атынан соода жүргүзөт).
- Талдоочу жана консультация берген адистер;
- Сооданы уюштуруучулар (алмашуу процессинин аткарылышын камсыз кылуусу);
- Биржа менеджерлери (биржанын мыйзамдарынын жана эрежелеринин сакталышы үчүн жооптуу).

1.6. Баалуу кагаздардын түрлөрү

Мамлекеттик облигация жана жөн эле облигация баалуу кагаздардын бир эле түрү болуп саналат, бир гана айырмасы, мамлекеттик облигацияны мамлекет гана чыгара алат, ал эми жөн гана облигация - каалаган юридикалык жак чыгара алат (А.Г.Ивасенко, 2011).

Эгерде облигация мамлекет тарабынан чыгарылса, анда мындай облигация мамлекеттик облигация деп аталат. Эгерде жергиликтүү өз алдынча башкаруу органдары тарабынан чыгарылса - анда муниципалдык деп аталат. Юридикалык жактар дагы облигацияларды чыгарышат: банктар - банктык облигациялар, калган компаниялар – корпоративдик облигациялар ж.б.у.с. Ал эми жеке адамдар облигацияларды чыгара алышпайт (М.И.Глохов, М.В.Снежинская, 2016).

Банктык эсеп китепчеси негизинен банк сертификатынын бир түрү (депозиттик сертификаттар жана аманат сертификаттары менен бирге) болуп саналат.

Баалуу кагаздардын төмөнкүдөй сегиз экономикалык түрү (юрдикалык түрдө) чыгарылууга жана жүгүртүүгө уруксат берилген: акция, облигация, вексель, чек, банктык сертификат, коносамент, ипотека жана инвестициялык үлүш (М.И.Глохов, М.В.Снежинская, 2016).

1.6.1. Акция

Акция - акционердик коомдун пайдасынын бир бөлүгүн алуу үчүн анын ээсинин (акционеринин) укуктарын камсыз кылуучу үлүштүк баалуу кагаз аталат.

Экономикалык аныктамасы - бул коммерциялык шериктештиктин уставдык капиталына анын ээсине болгон укуктар менен бирдиктүү салымды күбөлөндүргөн баалуу кагаз болуп саналат (А.Г.Каратуев, 2013).

1.6.2. Облигация

Облигация - анын ээсинин эмитенттен облигацияны номиналдык наркынын жана анын пайызынын белгиленген мөөнөттө алуу укугун камсыз кылуучу үлүштүк баалуу кагаз аталат (А.Г.Каратуев, 2013).

Экономикалык аныктамасы – эмитенттин (мамлекеттин же башка юридикалык жактын) белгилүү бир мөөнөттөн кийин анын ээсине ылайыктуу шарттарда келечекте анын номиналдык наркын кайтарып берүү боюнча бирдиктүү карыздык милдеттенмесин күбөлөндүргөн баалуу кагаз болуп саналат.

1.6.3. Вексель

Вексель – карыз тараптын карызды төлөө боюнча жазуу жүзүндөгү акчалай милдеттенмесин күбөлөндүргөн, формасы жана жүгүртүүсү атайын мыйзамдар менен жөнгө салынган баалуу кагаз аталат.

Жөнөкөй вексель - белгилүү бир убакыт өткөндөн кийин векселди кармоочуга анда көрсөтүлгөн акчанын суммасын төлөө боюнча карыз тараптын шартсыз милдеттенмесин (убадасын) күбөлөндүргөн баалуу кагаз болуп саналат. Котормолуу вексель – белгилүү бир мөөнөт өткөндөн кийин анда көрсөтүлгөн

адамга анда көрсөтүлгөн акчанын суммасын төлөө боюнча карызкорго сунушту күбөлөндүргөн баалуу кагазды билдирет (А.А.Килячков, 2011).

1.6.4. Чек

Чек – чекти алуучуга чектин колдонуу мөөнөтүнүн ичинде анда көрсөтүлгөн акчанын суммасын төлөө жөнүндө банкка жазуу жүзүндөгү буйругун күбөлөндүргөн баалуу кагаз аталат. Чек – банк тарабынан гана чыгарылган векселдердин бир түрү болуп саналат (А.Г.Ивасенко, 2011).

1.6.5. Банк сертификаты

Банктык сертификат - банктагы накталай акчанын (депозит - юридикалык жактар үчүн, аманат - жеке адамдар үчүн) эркин жүгүртүүдөгү сертификаты болуп саналган баалуу кагаз, бул депозитти жана ал боюнча пайыздарды келечекте белгилүү бир мөөнөт өткөндөн кийин кайтарып берүү милдетин алган баалуу кагаз аталат (А.Г.Каратуев, 2013).

1.6.6. Коштомо кагаз

Коштомо кагаз же Коносамент – жүктөрдү ташуу үчүн эл аралык практикада кабыл алынган, анын жүктөлүшүн, ташылышын жана алуу укугун күбөлөндүргөн стандарттык формадагы документ болгон коргоо кагазы аталат (А.Г.Ивасенко, 2011).

1.6.7. Ипотека

Ипотека – ипотекалык (кыймылсыз мүлк күрөөсү) келишимине ылайык анын ээсинин акчалай милдеттенмени же анда көрсөтүлгөн мүлктү алууга укуктарын күбөлөндүргөн атактуу баалуу кагаз болуп саналат (А.А.Килячков, 2011).

1.6.8. Инвестициялык үлүш

Инвестициялык үлүш - үлүштүк инвестициялык фондду түзгөн мүлккө анын ээсинин үлүшүн күбөлөндүргөн атактуу баалуу кагаз аталат.

Рыноктук экономикасы жогору өнүккөн өлкөлөргө мүнөздүү саналган баалуу кагаздардын түрлөрү түгөнбөйт, демек, келечекте баалуу кагаздардын түрлөрүнүн саны көбөйөт деп болжолдоого болот (А.Г.Каратуев, 2013).

1.7. Экономикалык өсүү түшүнүгү

Экономикалык өсүү - бул экономиканын мезгилдерге карата, өндүрүшүнүн көлөмүндөгү көбөйүүсү катары аныкталат (Н.А.Özel, 2012).

Экономикалык өсүү – бул коомдук продукциянын жана анын өндүрүш факторлорунун сандык өсүшү аталат. Экономикалык өсүү өлчөмү болуп бул жалпысынан реалдуу ички дүң продукциянын, же киши башына ички дүң продукциясы көрсөткүчтөрү алынат (Н.А.Özel, 2012).

1.8. Экономикалык өсүүнүн изилдөө тарыхы

Экономикалык өсүү жана өнүгүү теориясынын негиздерин 20-кылымдын башында Йозеф Шумпетер түзгөн (Й.А.Шумпетер, 1954). Симон Кузнец, Фернан Браудель, Теодор Шульц, Гари Беккер, Майкл Портер, Николай Кондратьев жана башка илимпоздор да өсүү жана өнүгүү теориясына салым кошушкан. Йозеф Шумпетер биринчи болуп экономикалык өсүш менен өнүгүүнүн ортосундагы айырманы киргизген жана инновациянын маңызын экономикалык өсүштүн негизги кыймылдаткыч күчү катары аныктаган. Шумпетер өзүнүн негизги илимий эмгегинде – биринчи жолу 1911 - жылы жарык көргөн “Экономикалык өнүгүү теориясы” монографиясында экономикалык өсүштү сандык өзгөрүүлөр – ошол эле товарлардын жана кызмат көрсөтүүлөрдүн убакыттын өтүшү менен өндүрүшүнүн жана керектөөнүн өсүшү деп аныктаган. Экономикалык өнүгүүнү Шумпетер мамлекеттеги оң сапаттык өзгөрүүлөр, өндүрүштөгү, продукциядагы жана кызмат көрсөтүүдөгү, башкаруу чөйрөсүндөгү, жашоонун башка чөйрөлөрүндөгү жана экономикалык ишмердүүлүктүн түрлөрүндөгү инновациялар деп атаган (Й.А.Шумпетер, 1954).

Шумпетер өнүгүүнүн жана прогресстин негизги локомотиви – инновация деп белгилеген. Жана ошондой эле инновацияларга суроо – талапты жана алардын

ашыкча сунушун алып келүүчү керектөөчү ресурсун да белгилеген. Өсүш сандык өзгөрүүлөр, ал эми өнүгүү – жашоо сапатын өсүшүнө жана жакшыртууга багытталган сапаттык оң өзгөрүүлөр деп белгилеген (Й.А.Шумпетер, 1954).

Экономикалык өнүгүү көрсөткүчтөрүнүн жыйындысынан айырмаланып, экономикалык өсүш жөнөкөй сандык көрсөткүч болуп саналат. Экономикалык өсүштүн негизги сандык көрсөткүчү болуп ИДП саналат. Реалдуу өндүрүш, адатта, реалдуу (башкача айтканда инфляциянын факторлорунан тазаланган) Ички Дүң Продукт, азыраак – реалдуу Улуттук Дүң Продукт, Таза Улуттук Продукт же Улуттук Киреше деп түшүнүлөт. Экономикалык өсүү калктын жашоо деңгээлинин жана сапатынын жогорулашы менен тыгыз байланышта – күтүлгөн өмүрдүн узактыгы, медициналык жардамдын сапаты, сапаттуу билимдин болушу, жумуш күнүнүн узактыгынын кыскарышы, жарандардын коопсуздугун камсыз кылуу жана башкалар (А.Ю.Губанов, К.В.Жиляев, 2013).

1.9. Экономикалык өсүүнүн факторлору

Экономикалык өсүүнү аныктоочу факторлор болуп төмөнкүлөр саналат:

- Эмгек ресурстарынын саны жана сапаты;
- Көз карандылык катышы жана демографиялык карылык;
- Саясий жана экономикалык институттардын сапаты жана иши;
- Негизги капиталдын натыйжалуулугу;
- Жаратылыш ресурстардын саны жана сапаты;
- Башкаруунун натыйжалуулугу;
- Технологиянын натыйжалуулугу;
- Географиялык абал (З.К.Океанова, 2014).

Жаңы институционалдык экономиканын жоболоруна таянып, ресурстарга бай жана ресурстарга кедей болгон өлкөлөрдө географиялык, климаттык, генетикалык, маданий, диндик ж.б. карабастан өлкөлөрдүн экономикалык артта калышынын жана төмөн экономикалык өсүүнүн негизги себеби болуп өлкө ичиндеги политикалык жана экономикалык институттардын иши жана сапаты саналат. Күчтүү институттары бар заманбап, ресурстарга бай өлкөлөргө мисал

катары, демократиялык мамлекеттердин ичинен: Австралия, Канада, Нидерланды, Норвегия, Америка Кошмо Штаттары, Дания, Швеция, Исландия; ал эми демократиялык эмес мамлекеттердин ичинен: Бириккен Араб Эмираттары, Оман, Сауд Арабиясы, Бруней – Даруссалам, Катар, Бахрейн, Кувейт мамлекеттерин мисал келтире алабыз (Е.И.Лавров, Е.А.Капогузов, 2018).

Ошондой эле, демография – өнүгүп келе жаткан жана өнүккөн өлкөлөрдө да экономикалык өсүштүн маанилүү факторуна айланууда. Калктын демографиялык картаюусу, анын натыйжасында төрөлүү көрсөткүчүнөн жогору болгон өлүм көрсөткүчүнүн акырындык менен өсүшү да экономикалык өсүшкө терс таасир этүүчү фактор болуп калууда. Бул дүйнөнүн көпчүлүк өнүккөн өлкөлөрүнүн арасында өтө төмөн экономикалык өсүштүн себептеринин бири болуп саналат. Эң көзгө басар заманбап мисалдар Италия жана Япония экономикалык стагнациядан жапа чеккен, андан тышкары Япония дээрлик отуз жыл бою үзгүлтүксүз дефляция абалында. Ошондой эле, дүйнө калкынын демографиялык картаюусу (Сахаранын түштүгүндөгү Африкадан башкасы) демографиялык өткөөл мезгилди башынан өткөргөн дүйнөнүн өнүгүп келе жаткан өлкөлөрүнүн экономикалык өсүшүнө таасирин тийгизет (С.В.Березнев, 2018).

Узак мөөнөттүү экономикалык өсүштүн негизги шарты – тигил же бул мамлекеттеги же өлкөдөгү саясий институттардын жагымдуу мүнөзү деген пикир бар. Ошол эле учурда климат да, географиялык жайгашуусу да, жаратылыш ресурстарынын саны жана сапаты да эч кандай роль ойнобойт, эмгек ресурстарынын саны жана сапаты, негизги капиталдын натыйжалуулугу, башкаруунун натыйжалуулугу жана технологиялардын натыйжалуулугу экинчи даражадагы жана саясий институттардын мүнөзү менен аныкталат (Аджемоглу, Робинсон, 2018).

Экстенсивдүү экономикалык өсүш - өндүрүш факторлорунун мурдагы техникалык базасын сактоо менен сандык жактан көбөйүшүнүн эсебинен жетишилген экономикалык өсүү аталат. Ал акыркы продукциянын өсүшү менен салыштырганда материалдык өндүрүштө пайдаланылган ресурстардын көлөмүнүн

алда канча өсүшү менен коштолот. Ал эмгекти пайдаланууну көбөйтүүгө, капиталдык салымдардын көлөмүн көбөйтүүгө жана өндүрүштө колдонулган жаратылыш ресурстарынын көлөмүн көбөйтүүгө (мисалы, айыл чарбасында айдоо жерлеринин аянтын көбөйтүү) негизделген (Д.Асемоглу, 2018). Ошондой эле экстенсивдүү өсүштүн белгилерине төмөнкүлөр кирет:

- аралык продукциянын өсүү темпинин акыркы продукциядан ашып кетиши;
- жалпы коомдук продукцияда учурдагы чыгымдардын ордун толтуруунун үлүшүнүн өсүшү;
- улуттук өндүрүштө өндүрүштүк капиталдык салымдардын үлүшүнүн өсүшү.

Экономиканын интенсивдүү өсүшү өндүрүш факторлорун сапаттык жактан жакшыртуунун эсебинен ишке ашат. Ал прогрессивдүү эмгек каражаттарын жана эмгектин кыйла үнөмдүү объекттерин колдонуунун, жумушчу күчүнүн квалификациясын жогорулатуунун, өндүрүштүк потенциалды, сырьёлорду жана материалдарды пайдаланууну жакшыртуунун эсебинен пайда болот (Р.Д.Борро, Х.Мартин, 2017). Илимдин жана техниканын азыркы жетишкендиктерин өнүктүрүү жана өздөштүрүү менен экономикалык өсүштүн интенсивдүү түрү басымдуулук кылат, ал эми сырьё булактарынын жана эмгек ресурстарынын азайышы менен ал бирден - бир мүмкүн болуп калат. Чыныгы турмушта экономикалык өсүштүн экстенсивдүү жана интенсивдүү түрлөрү таза түрүндө болбойт, алардын белгилүү пропорцияларда чырмалышып, өз ара аракеттенүүсү бар болот (Ю.В.Шараев, 2015).

Кээ бир изилдөөчүлөр экономикалык өсүштүн интенсивдүү жана экстенсивдүү факторлоруна ажыратышат:

Экстенсивдүү өсүштүн фактору ресурстун сандык көбөйүшү аркылуу ишке ашырылат (мисалы, кызматкерлердин санын көбөйтүү аркылуу). Мында орточо эмгек өндүрүмдүүлүгү олуттуу өзгөрбөйт. Экстенсивдүү өсүү факторлору

ресурстун ашыкча көбөйүшү менен кирешенин төмөндөшүнүн мыйзамы менен мүнөздөлөт. Маселен, уюмдун көлөмүн негизсиз көбөйтүү эмгектин ашыкча болушуна жана эмгек өндүрүмдүүлүгүнүн төмөндөшүнө алып келиши мүмкүн. Экстенсивдүү өсүү факторлору жердин, капиталдын жана эмгекке кеткен чыгымдардын көбөйүшүн да камтыйт. Бул факторлор инновациялар, жаңы өндүрүш технологиялары жана башкаруу технологиялары, адамдык капиталдын сапатынын жогорулашы менен байланышкан эмес (В.Ю.Гусаров, 2016).

Экономикалык өсүштүн интенсивдүү факторлору башкаруу системаларынын, технологияларынын сапатын жакшыртуу жана жакшыртуу, инновацияларды колдонуу, өндүрүштү модернизациялоо жана адамдык капиталдын сапатын жогорулатуу менен аныкталат. Индустриалдык да, инновациялык да заманбап экономиканын өсүшүнүн жана өнүгүшүнүн негизги интенсивдүү фактору болуп жогорку сапаттагы адам капиталы саналат (Ю.А.Корчагин, 2013).

Экономикалык өсүштүн факторлорун издөө уланууда, бирок бул изилдөө жолунда эки көйгөй ачык көрүнүп турат (Афферс, 2019):

- биринчиден, В.Истерли белгилегендей, көптөгөн өлкөлөрдүн экономикасы эч кандай себепсиз тездеп, токтоп калат: мисалы, 1960 – 1970 - жылдары Бразилия абдан тез өскөн, 1980 - жылдары ал кийинки 20 жылда токтоп, кайра өсө баштаган жана кайра токтоду;
- экинчиден, экономикада баары бири - бири менен байланышкан жана кээ бир изилдөөчүлөрдүн пикири боюнча, факторлордун жыйындысын чектөө аракети ушундан улам жок болот. Мисалы, билимдин деңгээли экономикалык өсүшкө түздөн - түз байланыштуу экендиги талашсыз – бирок бул билим деңгээли өсүүгө жардам берет дегенди билдирбейт. Анткени, балдарды окутканды билген

мамлекет жол салууга да шыктуу болуш керек. Мындан тышкары, экономикалык өсүү шартында эл көбүрөөк көңүл бурушу мүмкүн

1.10. Экономикалык өсүү теориясы

Экономикалык өсүү теориясы – калктын кирешесинин деңгээлиндеги айырмачылыктын себептерин жана өлкөлөр ортосундагы экономикалык өсүүнүн узак мөөнөттүү темптерин, ошондой эле мамлекеттердин туруктуу өнүгүү траекториясына кирүү шарттарын изилдөөчү экономикалык теория болуп саналат (С.В.Березнев, 2018).

Бул көйгөйлөрдү эң эле алгач изилдеген изилдөөлөр 18 - кылымдын аягында пайда болуп, эң кеңири таралган концепция мальтуизм болгон, анын негизги идеясы төрөлүүнү кыскартуу болуп саналган. 1930 - жылдардын ортосунан тартып экономикада кейнстик көз караш үстөмдүк кыла баштаган, анын негизги концепциясы 1940 - жылдардын ортосунан тарта экономикалык өсүштө “чоң түртүү” теориясы болгон. Ал мамлекеттик инвестициялар аркылуу экономиканы индустриалдаштыруу үчүн фискалдык жана акча - кредит саясаты аркылуу мамлекет тарабынан каражаттарды топтоону болжолдогон. 1950 - жылдардын аягында экономикалык өсүштүн маселелеринде неоклассикалык моделдер үстөмдүк кыла баштады. 1980 - жылдардын аягында физикалык жана адамдык капиталдын тышкы таасирлеринен улам экономикалык өсүштү түшүндүрүү үчүн моделдер иштелип чыккан, бирок алар эмпирикалык түрдө тастыкталган эмес. 1990 - жылдардын башында экономикалык өсүштү илимий - изилдөө секторунда иштелип чыккан жаңы продукцияны өндүрүүдөн түшкөн монополиялык пайданын натыйжасы катары түшүндүрүүчү моделдер иштелип чыккан. Азыркы учурда жаңы классикалык теория, жаңы институционалдык теория жана бирдиктүү өсүү теориясы экономикалык өсүүнүн себептери жана механизмдери боюнча өз көз карашын сунуштайт. Экономика боюнча Нобель сыйлыгынын көптөгөн лауреаттары бул жаатта изилдөө жүргүзүшкөн: Роберт Солоу, Тжаллинг Купманс, Пол Самуэлсон, Кеннет Арроу, Питер Даймонд, Роберт Лукас жана Пол Ромер (Р.М.Нуреев, 2017).

Заманбап өсүү теориясында экономикалык өсүштүн төрт түрү адатта айырмаланат: мамлекеттердин же алдыңкы өлкөлөрдүн бирдей өсүшү (АКШда, Европада байкалган), өсүү кереметтери (Япония, Түштүк Корея, Гонконг), өсүү трагедиялары (айрым Борбордук Африка өлкөлөр) жана экономикалык өсүштүн жоктугу (мисалы, Зимбабве) (Д.Асемоглу, 2018).

1.11. Экономикалык өсүүнүн моделдери

Экономикалык өсүүнүн моделдери ар кандай деңгээлдеги абстракциялар менен түзүлөт. Бул моделдердин кээ бирлери эч кандай практикалык мааниге ээ эмес, анткени алардын алдын ала айтуу күчү аз. Кээ бир реалдуу моделдер бардык өлкөлөр үчүн колдонулбайт (мисалы, эл аралык сооданы көңүлгө албоо бул Европа өлкөлөрү үчүн модельди жараксыз кылат) (L.Cornwall, 2015).

Жалпы суроо - талаптын динамикасын аныктоочу экономикалык өсүштүн факторлоруна (неокейнсиандык) же чогуу алгандагы сунушка (неоклассикалык экономикалык теория) жараша экономикалык өсүүнүн моделдери төмөнкүдөй аныкталат:

Кейнстик модель:

- Харрод-Домар модели - экзогендик экономикалык өсүүнүн кейнсиандык модели болуп саналат. Ал капиталдын чектүү өндүрүмдүүлүгү жана үнөмдөө нормасы узак мөөнөттүү келечекте туруктуу болгон шартта экономикалык өсүүнү түшүндүрөт (Domar, 1939). «Чоң түртүү» теориясынын таасири астында түзүлгөн жана экономикалык өсүүдө кейнсчиликтин негизги модели болуп калды. Модель биринчи болуп мультипликатор жана акселератор эффекттерин бириктирген (A.W.Eltis, 2018). Бул моделдеги суроо - талап менен сунуштун тең салмактуулугу бардык үч өсүү темпинин бирдей болгон шартында гана сакталат деп кепилденген, табигый, реалдуу - жана туруксуз, анткени инвестициялардын баланстык мааниден кандайдыр бир четтөөлөрү системаны тең

салмактуулуктан чыгарат жана тең салмактуулук абалына кайтуу үчүн эч кандай механизмдер жок деп эсептейт (R.F.Harrod, 1939). Модель 1939 - жылы Рой Харроддун жана 1946 - жылы айтылган Евсей Домардын концепцияларын бириктирет. Харрод - Домар моделинин кийинки талаш - тартыштары жана сындары экономикалык өсүүнүн неоклассикалык Солоу моделин түзүүгө алып келген. (Д.Аджемоглу, 2018)

Неоклассикалык моделдер:

- Солоу модели (Солоу - Свон) - экзогендик үнөмдөө нормасына жана неоклассикалык өндүрүш функциясына негизделген экономикалык өсүштүн модели болуп саналат (F.Maclachlan, 2012).

Солоу модели экономикалык өсүүнүн бардык заманбап моделдери үчүн баштапкы чекит болуп эсептелет, ал үчүн капиталдын өзгөрүү ылдамдыгын талдоо үчүн зарыл болгон математикалык негизди берген жана бардык макроэкономикалык теорияга таасирин тийгизген (Ч.И.Джонс, 2018). Роберт Солоу жана Тревор Свон тарабынан 1956 - жылы бир убакта жана өз алдынча иштелип чыккан.

Модельдин кемчиликтеринин бири – бул сактоо нормасынын экзогендик кабыл алынуусу, башкача айтканда, модель керектөөчүлөрдүн оптималдаштыруу жүрүм - турумун эске албайт (бул жүрүм - турумду эске алган модель экономикалык өсүүнүн неоклассикалык модели деп аталат). Бул модель өнүгүп келе жаткан өлкөлөрдө пайыздык чендин реалдуу эмес бааланышына да алып келет (Ч.И.Джонс, 2018).

- Рэмси-Касс - Купманс модели - (Ramsey-Cass-Koopmans модели) кемчиликсиз атаандаштык шартында экзогендик экономикалык өсүүнүн модели болуп эсептелет (Ramsey, 1928). Жеке адамдардын чечимдери экономикадагы үнөмдөө чендерин кантип түзөөрүн түшүнүүгө салым кошкон. Модель боюнча оптималдуу керектөө

динамикасы (Кейнс-Рэмси эрежеси) экзогендик сактоо нормасын ийгиликтүү алмаштыруу болуп чыгат жана андан кийин экономикалык өсүүнүн кийинки моделдеринде колдонулат. Бирок, модель киши башына кирешенин өлкөлөр аралык айырмачылыктары үчүн канааттандыруулык түшүндүрмө бербейт. Thjalling Koopmans жана David Kass тарабынан бир эле учурда жана 1963-жылы Фрэнк Рэмсинин идеяларын колдонуу менен өз алдынча иштелип чыккан (Д.Ромер, 2014).

- кесилишкен муундардын модели (Даймонд модели) – кемчиликсиз атаандаштык шартында экзогендик экономикалык өсүүнүн модели болуп саналат (Diamond, 1965). Жеке адамдардын чечимдери экономикадагы сактоо чендерин кантип түзөөрүн түшүнүүгө салым кошкон. Модель инсандын чоңойгон сайын керектөө жүрүм - турумунун өзгөрүшүн чагылдырат. Ошол эле учурда, модель муундар ортосундагы альтруисттик байланыштарды жокко чыгарат жана ал калктын киши башына кирешесинин деңгээлиндеги өлкөлөр аралык айырмачылыктарды канааттандыруулык түшүндүрбөйт. 1965-жылы Пол Самуэлсондун идеяларын колдонуу менен Питер Даймонд тарабынан иштелип чыккан (Д.Аджемоглу, 2018).

Адам капиталын камтыган моделдер (эндогендик биринчи муун):

- АК – модели (Rebelo модели) – бул моделде физикалык жана адамдык капиталдын айкалышы катары түшүнүлгөн капиталдын чектүү өндүрүмдүүлүгүнүн төмөндөбөөсүнүн эсебинен туруктуу экономикалык өсүү камсыз болгон экономикалык өсүүнүн эндогендик модели болуп эсептелет. АК модели неоклассикалык моделдерге мүнөздүү болгон илимий - техникалык прогресстин темпиндеги экзогендүүлүктүн жоктугун жеңип, фискалдык саясаттын экономикалык өсүүнүн узак мөөнөттүү темптерине терс таасирин тийгизүү мүмкүнчүлүгүн көрсөтөт. Бирок, экономикалык

өсүү темпинин модель тарабынан кабыл алынган салык ставкасынын өзгөрүшүнө күчтүү сезгичтиги эмпирикалык түрдө тастыкталган эмес. Ошондой эле, модель киреше алуу үчүн жаңы технологияларды инвестициялоо боюнча экономикалык агенттердин максаттуу ишмердүүлүгүн ачып бербейт. Бул модель 1990 - жылы Sergio Rebelo тарабынан иштелип чыккан (P.W.Howitt, 2018).

- иш процессинде окутуу модели (Эрроу - Ромер) - кемчиликсиз атаандаштык шарттарында эндогендик экономикалык өсүштүн модели болуп саналат. Ал экономикадагы жалпы капиталдык запастын тышкы таасирлеринин жана билимдин жайылуу эффектинин эсебинен туруктуу экономикалык өсүү мүмкүнчүлүгүн көрсөтөт. Окуу жолу менен үйрөнүү модели экономикалык өсүүнүн булактарын түшүнүүгө салым кошуп, изилдөөчүлөрдүн көңүлүн билимдин жайылышынын таасирине, ошондой эле билимдер менен идеялардын атаандаштыкка туруштук бербеген товарлар экендигине бурат. Бул модель Кеннет Эрроу идеяларынын негизинде 1986-жылы Пол Ромер тарабынан иштелип чыккан (Туманова, Шагас, 2004).
- Mankiw – Romer - Weil модели (кеңейтилген Солоу модели) адам капиталын камтыган экзогендик экономикалык өсүүнүн неоклассикалык модели. Бул модель Солоу моделине караганда иш жүзүндөгү мамлекеттер аралык айырмачылыктарга жакшыраак дал келет, анткени адам капиталы өндүрүш факторлорунун санына кошулган жана өнүккөн өлкөлөрдө киши башына адам капиталынын деңгээли олуттуу түрдө жогору. Бирок, модель ошондой эле бул айырмачылыктардын себептерин түшүндүрө албайт жана экзогендик үнөмдөө чендердин жетишсиздигин сактайт. Григори Мэнкью, Дэвид Ромер жана Дэвид Вайл тарабынан 1990 - жылы Солоу моделинин негизинде иштелип чыккан (Е.А.Туманова, Н.Л.Шагас, 2016).

- Узава - Лукас модели - билим берүү секторунда жекелештирилген адамдык капиталдын топтолушунан тышкы таасирлердин эсебинен туруктуу экономикалык өсүүнүн мүмкүндүгүн көрсөткөн кемчиликсиз атаандаштыкта эндогендик экономикалык өсүүнүн эки сектордук модели болуп саналат. Модель экономикалык агенттердин билим деңгээли жөнүндө чечимдери илимий - техникалык прогресс менен бирге туруктуу экономикалык өсүүнүн булагы боло аларын көрсөтүп турат. Узава - Лукас модели адамдык капиталды жана анын тышкы таасирин изилдөөгө салым кошкон. Моделдин оригиналдуу версиясы Хирофуми Узава тарабынан 1965 - жылы иштелип чыккан, андан кийин 1988 - жылы Роберт Лукас тарабынан кыйла кеңейтилген (Ю.В.Шараев, 2015).

Монополисттик атаандаштыкка негизделген моделдер (эндогендик экинчи муун):

- товарлардын ар түрдүүлүгүнүн модели (Пол Ромер) – жүрүм - турум факторлору менен шартталган туруктуу экономикалык өсүүнүн мүмкүндүгүн көрсөткөн монополисттик атаандаштыктын шартында эндогендик экономикалык өсүүнүн үч сектордук модели болуп саналат. Модельде технологиялык прогресс - бул пайда алуу максатында жаңы технологияларды инвестициялоо боюнча экономикалык агенттердин максаттуу ишинин натыйжасы болуп эсептелет. Модель адамдардын чечимдери экономикалык өсүүгө кандай таасир тийгизерин, ошондой эле жакыр өлкөлөр эмне үчүн байларды кууп жете албай турганын түшүнүүгө олуттуу салым кошту. Ал 1988 - жылы Пол Ромер тарабынан иштелип чыккан (Ч.И.Джонс, Д.Воллрат, 2016).
- технологиялык диффузия модели (Барро – Сала – и - Мартина) – жүрүм - турум факторлорунун эсебинен туруктуу экономикалык өсүүнүн мүмкүндүгүн көрсөткөн, монополисттик атаандаштык

шартында эндогендик экономикалык өсүүнүн үч сектордук модели, ошондой эле технологияларды жайылтуу (карыз алуу) менен шартталган конвергенция мүмкүнчүлүгүн түзгөн модель аталат. Модель өнүккөн жана өнүгүп келе жаткан өлкөлөрдүн ортосундагы пайыздык чендердин туруктуу айырмасын негиздейт. Ал 1995 - жылы Роберт Барро жана Хавьер Сала и Мартин тарабынан иштелип чыккан (Ю.В.Шараев, 2015).

- Agyon - Howitt модели (сапаттык кадамдар) - бул жүрүм - турум факторлору менен шартталган туруктуу экономикалык өсүүнүн мүмкүнчүлүгүн көрсөтүүчү модель болуп саналат. Модельде технологиялык прогресс - бул пайда алуу максатында жаңы технологияларды инвестициялоо боюнча экономикалык агенттердин максаттуу ишинин натыйжасы аталат. Модель адамдардын чечимдери экономикалык өсүүгө кандай таасир тийгизерин, ошондой эле жакыр өлкөлөр эмне үчүн байларды кууп жете албай турганын түшүнүүгө олуттуу салым кошту. Экономикалык өсүү ар кандай экономикалык агенттердин кызыкчылыктарынын кагылышуусу менен коштолушу мүмкүн экенин, ал эми рынокто болгон өндүрүүчүлөрдүн кызыкчылыктарын коргоо технологиялык прогрессти жана экономикалык өсүүнү басаңдата аларын көрсөттү. Ал 1990 - жылы Филипп Агион жана Питер Ховитт тарабынан иштелип чыккан (Д.Аджемоглу, 2018).

Башка моделдер:

- инновациялык өсүү модели;
- байлыктын бирдей эмес бөлүштүрүлүшүнүн модели;
- Демографиялык дивиденд - эмгекке жарамдуу калктын үлүшүнүн тез өсүшүнө байланыштуу багууга кеткен чыгымдар башка муктаждыктарга багытталаары модели (Ю.В.Шараев, 2015).

1.12. Экономикалык өсүүнү өлчөө

Экономикалык өсүштү өлчөө ИДП өндүрүшү боюнча дүйнө өлкөлөрүнүн ИДПнын өсүү темптерин эсептөө жолу менен ишке ашырылат. Мында инфляцияны эске алуу менен белгилүү бир мезгил ичинде өлкөнүн ичинде өндүрүлгөн бардык акыркы товарлардын жана кызмат көрсөтүүлөрдүн рыноктук наркы боюнча алынат. Болжолдуу эсептөөлөрүн үчүн жетимиштин жөнөкөйлөштүрүлгөн эрежеси колдонулат (С.И.Иванов, 2017) .

Дүйнөдө экономикалык өсүү

Экономикалык өсүүнүн олуттуу тездешти алгач 18 - кылымдын 2 - жарымында Англияда, андан кийин өнөр жай революциясынын натыйжасында башка заманбап индустриалдык өнүккөн өлкөлөрдө болгон. 1770 - жылдан 20 - кылымдын аягына чейин заманбап индустриалдык өнүккөн өлкөлөрдө ИДПнын орточо жылдык өсүү темпи 3%ти түзүп, калктын жан башына кирешеси жылына 2%ке өскөн (А.В.Торкунов, 2018).

18 - кылымдын башынан бери дүйнөдө ар бир адамдын реалдуу кирешеси орто эсеп менен 10 эсеге жакын өскөн, ал эми өнүккөн өлкөлөрдө бул көрсөткүч андан да жогору болуп саналат (А.В.Торкунов, 2018).

Ангус Мэддисондун 1973 - жылдан кийин реалдуу ИДПга жана экономикалык өсүү темптерине баа бергенде, экономикалык өсүүнүн глобалдык басандашы байкалат (А.А.Акаев, А.В.Коротаев, Г.Г.Малинецкий, 2017) .

Демек, мамлекеттик жана жеке жактардын кирешелеринин өсүүсү калктын жашоо деңгээлин жана сапатын жакшыртууга мүмкүндүк жана социалдык-экономикалык проблемаларды чечүүгө жардам берет.

1.13. Баалуу кагаздар рыногунун экономикалык өсүшкө тийгизген таасири боюнча жасалган изилдөөлөр

Азыркы учурда баалуу кагаздардын басымдуу бөлүгү тарыхый жактан биринчи жолу келип чыккан – кагаз же документ түрүндө эмес, кагазсыз же

документсиз деп аталган формасы түрүндө да кездешүүдө. Баалуу кагаздын ээсинин укуктары мыйзамда белгиленген эрежелер боюнча атайын реестрде гана катталат, ал эми баалуу кагаздын өзү «физикалык» катары жок болуп эсептелет (В.А.Татьянников, Е.А.Разумовская, Ю.В.Куваева, 2019).

Баалуу кагаздар рыногу дөйнөлүк экономиканын өсүүсүнө ылайык тынымсыз өнүгүүдө. Анын пайда болушу товардык өндүрүштүн керектөөлөрү менен байланышкан, анткени жеке капиталды тартмайынча жана аларды, биринчи кезекте, акцияларды жана облигацияларды чыгаруу жолу менен бирикпейинче, экономиканын жаңы ишканаларын жана тармактарын түзүү жана өнүктүрүү мүмкүн эмес эле. Ошондуктан баалуу кагаздар рыногун өнүктүрүү дүйнөнүн бардык өнүккөн капиталисттик өлкөлөрүнүн экономикасын өнүктүрүүнүн маанилүү шарты болуп калды (М.И.Львова, Ю.В.Куваева, 2019).

Баалуу кагаздар рыногу өнүгүшү жана экономикалык өсүү ортосундагы байланышты анализдеген алгачкы изилдөөлөр (Bagehot, 1873), Schumpeter (1912) тарабынан жасалган болуп саналат. (Schumpeter, 1912) изилдөөсүндө жакшы иш жүргүзгөн банктык системасын, жаны товарларды эң натыйжалуу жана эффективдүү колдонуу үчүн керектүү болгон жаңы технологияларды каржылоо менен, инвесторлорго финансылык колдоо көрсөтүү, башкача айтканда, финансы секторун, өзгөчө банктык сектордун өнүгүшүнүн экономикалык өсүү үчүн керектүү фактор экендигин белгилеп кеткен. Адабияттарда Schumpeter дин (1912) жолун ээрчип бир канча теориялык жана эмпирикалык изилдөөлөр жасалган.

Финансы рыногунун өнүгүшү жана экономикалык өсүү ортосундагы байланышты белгилөө максатында жасалган жалпы эмгектер негизинен төрт гипотезага таянууда. Бул гипотезалардын биринчиси сунуш жөндүү деп аталган, финансылык өнүгүүнүн экономикалык өсүшкө таасири бар экендигин ортого коет. Экинчи гипотеза болсо талап жөндүү деп аталып, экономикалык өсүү финансылык өнүгүүгө таасир берүүсү аталат. Үчүнчү гипотеза болсо финансылык өнүгүү менен экономикалык өсүш ортосунда карама-каршылыктуу өз ара аракеттүүнүн, ал эми

төртүнчү гипотеза болсо финансылык өнүгүү менен экономикалык өсүш ортосунда төмөн байланыш бар экендиги аталат (N.Keskin, B.Karşıyakalı, 2010).

King жана Levine (1993), Levine жана Zervos (1996), Christopoulos жана Tsionas (2004), Schich жана Pelgrin (2002), Darrat (1999), Greenwood жана Javanovic (1990), Bencivenga жана Smith (1991), Boyd жана Smith (1992), Greenwood жана Smith (1997) сунуш жөндүү жыйынтыктарга токтолгон эмгектер болуп саналат. Талап жөндүү гипотезаны максат кылган эмгектерге болсо Robinson (1952), Yılmaz жана Kaya (2006) мисал боло алат. McKinnon (1973), Shaw (1973), King жана Levine (1993), La Porte (2002), Graff (2002) финансы рыногун экономикалык өсүүгө терс таасирин тийгизээрин ортого койгон эмгектер болуп саналат. Lucas (1988), Arestis, Demetriades жана Luintel (2001), Shan (2001) болсо финансы рыногундагы өнүгүүлөрдүн экономикалык өсүүгө төмөн таасирин берээрин ортого койгон эмгектер болуп саналат. Финансылык өнүгүү жана экономикалык өсүү өз ара байланышы боюнча изилдөөлөрдүн кээ бирөөлөрү ушулар болуп эсептелет.

Demetriades жана Khaled (1996) жасаган изилдөөлөрүндө, финансылык өнүгүү менен реалдуу ички дүң продукт ортосунда, убакыт катарлары ыкмалары колдонулуп себептүүлүк анализи жасалган. Эмгекте, финансы секторунун экономикалык өнүгүү этабында маанилүү бир сектор экендигин тастыктоочу өтө төмөн бир жыйынтыкка келген. Өзгөчө өлкөлөр ортосунда байланыштардын айырмачылык көрсөткөнү ортого чыккан (Demetriades. P.O., Khaled A. H., 1996).

Arestis жана Demetriades (1997) жасаган эмгегинде, реалдуу ички дүң продукт, банктык кредиттер, баалуу кагаздар биржасы капитализациясы жана баалуу кагаздар биржасы индекстери өзгөрмөлөрү колдонулуп бир VAR модели жасалган. Жыйынтыкта, баалуу кагаздар биржасынын өнүгүүсү жана экономикалык өсүү ортосунда эмпирикалык бир байланыш бар экендиги ортого чыккан (Arestis P., Demetriades P., 1997).

Levine жана Zervos (1998) эмгегинде болсо, баалуу кагаздар рыногу жана банктык льготалардын узун убакыттык өсүүгө салымы изилденген. Изилдөөдө, финансы рыногунун өсүүгө маанилүү деңгээлде роль бергени жана баалуу кагаздар

рыногунун банктарга салыштырмалуу өзгөчө жардам көрсөтөөрү жөнүндө жыйынтыкка келген. Өзгөчө баалуу кагаз рыногунун жүгүрүү көлөмү, анын волатилдүүлүгү жана эл аралык интеграциясынын өсүү арасында бекем бир байланыштын болбогондугу жана финансылык көрсөткүчтөрдүн эч биринин жеке сактоо коэффициентине тиешеси жоктугу белгиленген (Levine R., Zervos A., 1998).

Arestis, Demetriades жана Luintel (2001) эмгегинде жети өнүккөн өлкөлөрдүн маалыматтары менен убакыт катарлары анализин колдонушуп, баалуу кагаздар рыногундагы өнүгүүлөр жана экономикалык өсүү ортосундагы байланышты, банктар жана баалуу кагаздар рыногунун волатилдүүлүгүнүн таасирин көзөмөлгө алуу менен жогорулата алышкан. Изилдөөнүн жыйынтыгы болуп, банктар жана баалуу кагаздар рыногунун экономикалык өсүүгө таасир берээринин жанында, бул таасир алгач күчтүү экендигин ортого коюшкан (Arestis, P., Demetriades, P.O., Luntel, K.B., 2001).

Güven (2002) өз эмгекиеринде, кредиттер, улуттук дүң продукт өзгөрмөлөрү менен вариациялык изилдөө жана Granger себептүүлүк тесттерин жасаган. Өзгөчө бул өзгөрмөлөрдөн башка реалдуу пайыздык ставка жана реалдуу алмашуу курсу өзгөрмөлөрүн колдонуп регрессиялык анализ да жасаган. Банктык кредиттердеги реалдуу пайыздык өзгөрүү жана өсүү ортосундагы себептүүлүк байланышы табылган эмес, экономикалык өсүүдөн кредиттерге карай таасир бар экендиги аныкталган. Кредиттердеги реалдуу пайыздык өзгөрүүлөрдүн болжолдуу ката дисперциясы менен өсүү арасындагы байланышы 12 айдан кийин билинген. Регрессиялык анализдин жыйынтыктарына карата, облигациянын реалдуу пайызы жана реалдуу эффективдүү алмашуу курсу өзгөрмөлөрүнүн статистикалык мааниге ээ экендиги аныкталган (B.Güven, 2002).

Fisman жана Love (2003) 43 өлкөнүн, 37 индустриянын негизинде 13 өзгөрмө менен фирмалардын финансысы менен өнүгүүсүн изилдөө менен, фирмалардын өнүгүүсүндө соода кредиттеринин маанисине жана ролуна басым жасашкан. Изилдөөдө, гипотезага карама-каршы, банкттык кредиттердин фирмалардын

өнүгүшүнө соода кредиттерине салыштырмалуу ыңгайлуу жана өсүүгө маанилүү бир таасир берет деген жыйынтыкка келишкен (Fisman, R., Love I., 2003).

Alfaro (2004) чет элдик түз инвестициялар, финансы рыногу жана экономикалык өсүү ортосундагы байланышты изилдеген. Бул максат менен изилдөөдө өлкөлөрдүн чет элдик түз инвестициялар менен натыйжалуу колдонулушун карашкан. Жыйынтык болуп, финансы рыногу өнүккөн өлкөлөрдө өзгөчө чет элдик түз инвестициялардан пайда алынышы келип чыккан. Экономикалык өсүүнүн инструменти боло алаарын да белгилеп кеткен (L.Alfaro, 2004).

Christopoulos жана Tsionas (2004), финансылык өнүгүү менен экономикалык өсүү ортосундагы байланышты белгилөө максатында 10 өлкөнүн, финансылык тереңдик, акцияларга болгон инвестициялар жана инфляция өзгөрмөлөрү менен панел өз ара байланыш анализин жасашкан. Бул байланыш финансылык өнүгүү экономикалык өсүшкө алып келет деген жыйынтыкка келишкен (Christopoulos D., Tsionas E., 2004).

Beck жана Levine (2004) өз эмгегинде, динамикалык панел методун колдонушуп 1976-1998 мезгили үчүн баалуу кагаздар рыногу жана банктардын экономикалык өсүүгө болгон таасирин изилдешкен. Изилдөөнүн жыйынтыгында баалуу кагаздар рыногу жана банктар экономикалык өсүүгө оң таасир берээри алынган (Beck T., Levine R., 2004).

Kandır, İskenderoğlu жана Önal (2007), изилдөөлөрүндө Түркиядагы финансылык өнүгүү жана экономикалык өсүү ортосундагы байланышты, 1988-2004 мезгил аралыгы үчүн анализ жүргүзүшкөн. Үч айлык маалыматтар колдонулган анализде, Johansen өз ара аракеттенүү тесттери, катаны оңдоо модели жана себептүүлүк анализдерин колдонушкан. Финансылык өнүгүү жана экономикалык өсүү ортосундагы байланыштын талап жөндүү экендиги, тагыраак айтканда экономикалык өсүү финансылык өнүгүүгө таасирин берет деген жыйынтыкка келишкен (Kandır S. Y., İskenderoğlu Ö., Önal Y.B., 2007).

Demir, Öztürk жана Albeni (2007) жасаган эмгегинде болсо, 1995-2005 мезгилиндеги айлык маалыматтарды колдонушкан. Анализде реалдуу өндүрүш, жалпы акция рыногунун капитализациясы жана жеке секторго берилген жалпы банк кредиттери арасындагы байланыш менен реалдуу өндүрүш, индустриялдык рынок капитализациясы жана индустрияга берилген банк кредиттери арасындагы байланышты өзүнчө моделге алып карап чыгышкан. Ар бир модел үчүн эмпирикалык жыйынтыктарды, үч өзгөрмө ортосунда узун убакыттык бир байланыш бар экендигин жана эң аз бир багытта Granger себептүүлүгү бар экендигин тастыкташкан (Demir Y., Öztürk E., Albeni M., 2007).

Güngör жана Yılmaz (2008) тарабынан жасалган изилдөөдө болсо, 1987-2005 мезгилиндеги кварталдык маалыматтар, банк кредиттери/ички дүң продукт, Стамбул Фондулук Биржасында айлануудагы акциялардын рыноктук баасы/ички дүң продукт өзгөрмөлөрү колдонулуп VAR модели түзүлгөн. Изилдөөнүн жыйынтыгында, банк сектору жана баалуу кагаздар рыногундагы өнүгүүлөр экономикалык өсүүнүн негизинде ишке ашаары, баалуу кагаздар рыногунун өнүгүшү жана экономикалык өсүү арасында карама-каршы себептүүлүк болгону, банк кредиттери менен ички дүң продукт өсүү темпи ортосунда экономикалык өсүүдөн банк кредиттерине карай бир багыттагы себептүүлүк бар экендиги аныкталган (Güngör B., Yılmaz Ö., 2008).

Enisan жана Olufisayo (2009) тарабынан Тропикалык Африкадагы жети өлкөнүн баалуу кагаз рыногу өнүгүүсү жана экономикалык өсүүсү ортосунда узун убакыттык байланыш жана себептүүлүк анализи жасалган. ARDL ыкмасы колдонулган бул изилдөөдө, Египет жана Түштүк Африкада баалуу кагаздар рыногундагы өнүгүүлөр менен экономикалык өсүүнүн өз ара байланышы бар экендиги жана баалуу кагаз рыногундагы өнүгүүлөр менен экономикалык өсүү ортосунда узун убакыттык оң таасирге ээ экендиги тастыкталган. Өзгөчө Египет жана Түштүк Африка өлкөлөрүндө баалуу кагаздар рыногундагы өнүгүүлөр экономикалык өсүүнүн бир себеби экендиги тастыкталган. Кот-д'Ивуар, Кения, Марокко жана Зимбабве өлкөлөрүндө баалуу кагаздар рыногу жана экономикалык өсүү ортосунда эки багыттагы байланыш болгондугу, Нигерияда баалуу кагаздар

рыногунун өнүгүшүнүн көрсөткүчү болуп рынок көлөмү колдонулуп өсүүгө тийгизген таасири төмөн экендиги ортого келип чыккан. Африкада баалуу кагаздар рыногу экономикалык өсүшкө көмөк көрсөтөт деген изилдөөнүн жыйынтыгына келишкен (Enisan A. A., Olufisayo A. O., 2009).

Ceylan жана Durkaya (2010) тарабынан 1998-2008 мезгилине тийиштүү кварталдык маалыматтарды колдонуу менен, Түркия экономикасында өлкө ичи кредиттер көлөмү жана компоненттери менен экономикалык өсүү ортосундагы себептүүлүк байланышы изилденген. Бул изилдөөдө Granger себептүүлүк тести жана катаны оңдоо модели колдонулган. Анализ жыйынтыгында, кредит көлөмүнүн өсүү темпи менен ички дүң продукт өсүү темпи ортосунда кредиттерден өсүү темпине карай бир багыттагы себептүүлүк байланышы аныкталган (Ceylan A., Durkaya C.S., 2009).

Boubakari жана Jin (2010) эмгектеринде болсо, баалуу кагаздар рыногу жана экономикалык өсүү ортосундагы байланышты, Европанын беш өлкөсүнүн: Белгия, Франция, Португалия, Голландия жана Англия, 1995-2008 мезгилиндеги маалыматтарды колдонуп анализ жасашкан. Баалуу кагаздар рыногу ликвиддүү жана жогорку айлануу көлөмүнө ээ болгон өлкөлөрдө, баалуу кагаздар рыногу жана экономикалык өсүү ортосунда оң байланыш бар экендиги аныкталган. Бирок, баалуу кагаздар рыногу айлануу көлөмү төмөн жана төмөнкү ликвидүүлүккө ээ болгон мамлекеттерде баалуу кагаздар рыногу менен экономикалык өсүү ортосунда байланыш табылган эмес (Boubakari A., Jin D., 2010).

Wong жана Zhou (2011) Кытай, Америка Кошмо Штаттары, Англия, Япония жана Гонконгто баалуу кагаздар рыногунун өнүгүшүнүн экономикалык өсүүгө тийгизген таасирин изилдешкен. Изилдөөнүн жыйынтыгында, бул өлкөлөрдө баалуу кагаздар рыногундагы өнүгүүлөрдүн экономикалык өсүүгө күчтүү бир деңгээлде оң таасир берээрин аныкташкан. Өзгөчө, баалуу кагаздар рыногундагы өнүгүүлөрдүн өнүккөн жана өнүгүп келе жаткан өлкөлөрдө экономикалык өсүүнүн абдан маанилүү ачкычы деген теорияны ортого коюшкан (Wong A., Zhou X., 2011).

Но жана Odhiambo (2012) Гонконгдогу баалуу кагаздар рыногунун өнүгүшү жана экономикалык өсүү ортосундагы байланышты аныктоо үчүн убакыт катарлары маалыматтарын ARDL кабыл алуусун колдонуу менен изилдешкен. Изилдөөдө баалуу кагаздар рыногунун көрсөткүчү болгон рынок капитализациясы, айлануу көлөмү жана жүгүртүү коэффициенти колдонулган. Изилдөөнүн жыйынтыгында баалуу кагаз рыногунун өнүгүшү жана экономикалык өсүү ортосунда түздөн түз байланыштын бар экендиги келип чыккан. Баалуу кагаздар рыногу капитализациясы менен рыноктун өнүгүүсү алынганда рыноктон экономикалык өсүүгө карай бир багыттагы байланыш бар экендиги аныкталган. Жүгүртүү коэффициенти менен өлчөнгөндө болсо экономикалык өсүүдөн баалуу кагаздар рыногунун өнүгүшүнө карай бир кыска жана узун убакыттык бир себептүүлүк байланышы бар экендиги келип чыккан. Айлануу көлөмү менен анализденгенде болсо баалуу кагаз рыногу өнүгүүсү менен экономикалык өсүү ортосунда узун убакыттык жана эки багыттуу себептүүлүк байланышы ортого чыккан. Өзгөчө экономикалык өсүүдөн баалуу кагаздар рыногу ортосунда кыска убакыттык себептүүлүк бир гана айлануу көлөмүнүн өзгөрүүсү себебинен ортого чыгышын жыйынтыкташкан (Ho S.Y., Odhiambo N.M., 2012).

Osamwonyi жана Kasimu (2013) баалуу кагаздар рыногу өнүгүүсү менен экономикалык өсүү ортосундагы байланышты аныктоо максатында, Гана, Кения жана Нигерия өлкөлөрүнүн 1989-2009 жылдардагы маалыматтарын колдонуу менен, Johansen Juselius өз ара байланышы анализи жана Granger себептүүлүк тестин жасашкан. Анализдин жыйынтыгында Кенияда баалуу кагаздар рыногу менен экономикалык өсүү ортосунда эки багыттуу себептүүлүк байланышы бар экендиги алынган. Ал эми Гана жана Нигерияда болсо бир да себептүүлүк байланышы жок экендигин аныкташкан (Osamwonyi I.O., Kasimu A., 2013).

Kaya, Gülhan жана Güngör (2013) жасаган эмгегинде болсо, финансы рыногунун өнүгүшүнүн экономикалык өсүүгө болгон таасиринде сунуш жөндүү гипотезасы, Түркия экономикасынын 1998-2009 мезгилине тийиштүү кварталдык маалыматтарды колдонуу менен анализ жасалган. Жыйынтыгында, Түркия экономикасында финансы рыногунун экономикалык өсүүнү жана реалдуу

секторду маанилүү даражада таасир берээри жана сунуш жөндүү гипотезасынын иштеши ортого чыккан (Kaya A., Gülhan Ü, Güngör B., 2013).

Güneş (2013) финансылык өнүгүү менен экономикалык өсүү ортосундагы байланышты себептүүлүк тестин колдонуу менен өз эмгегинде аныктаган. Түркия экономикасына тийиштүү болгон 1988-2009 мезгилдеринин жарым жылдык маалыматтары менен жасалган анализде финансылык өнүгүүнүн экономикалык өсүүгө себепкер экендиги тастыкталган. Жана ошондой эле экономикалык өсүүнүн финансы рынокторунда иштеген жумушчулардын жалпы жумушчу күчү арасындагы үлүшү жогорулаганы байкалган (S.Güneş, 2013).

Mohtadi жана Agarwal (2014) жыйырма бир өнүгүп келе жаткан өлкөлөрдүн маалыматтары менен финансы рыногунун жана экономикалык өсүү ортосундагы байланышты, динамикалык панел ыкмасы менен изилдешкен. Изилдөөнүн жыйынтыгында болсо, баалуу кагаздар рыногу көрсөткүчтөрүнүн кээ бирлери менен экономикалык өсүү ортосунда эки багыттагы түздөн түз оң байланыш бар экендиги келип чыккан. Жана ошондой эле жеке инвестицияларды көбөйтүү менен кыйыр түрдөгү оң байланыш бар экендигин тастыкташкан (Mohtadi H., Agarwal S., 2014).

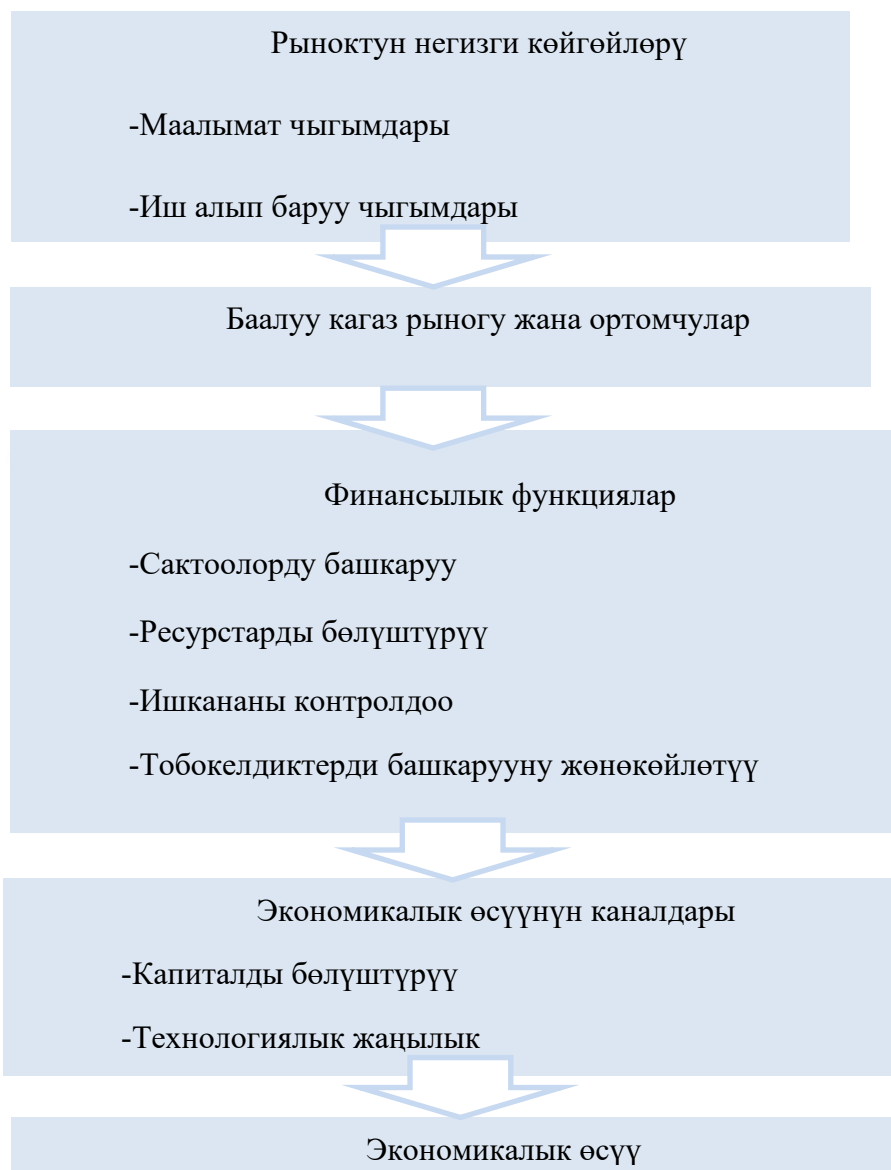
Wild жана Lebdaoui (2014) жасаган анализинде болсо, Мароккодогу 2000-2013-жылкы чейректик маалыматтарды колдонуу менен баалуу кагаздар рыногу өнүгүшү жана экономикалык өсүү ортосундагы байланышты Vector Error Correction (VECM) жана Granger Себептүүлүк Тести ыкмасы менен изилдешкен. Изилдөөнүн жыйынтыгы баалуу кагаздар рыногунун өнүгүшү менен экономикалык өсүү ортосунда узун убакыттык өз ара аракеттүүчү байланыш бар экендигин, айлануу көлөмү жана рынок индекси менен Ички Дүң продукт ортосунда эки багыттуу себептүүлүк байланыштын болгондугун көрсөткөн (Wild J., Lebdaoui H., 2014).

Bayar, Kaya жана Yıldırım (2014) Түркияда финансы рыногунун өнүгүшү экономикалык өсүүгө тийгизген таасирин белгилөө максатында 1999-2013 мезгилинин баалуу кагаздар рыногунун айлануу көлөмү, рыноктук баасы,

жүгүртүү коэффициенти жана ички дүң продукт маалыматтарын колдонуу менен, өзгөрмөлөр ортосунда өз ара аракеттенүүчү байланыш жана себептүүлүк анализин жасашкан. Изилдөөнүн жыйынтыгы, баалуу кагаздар рыногунун өнүгүшү жана экономикалык өсүү ортосунда узун убакыттык бир байланыш бар экендиги жана баалуу кагаздар рыногу экономикалык өсүшкө түздөн түз өз таасирин берээрин көрсөткөн (Bayar Y., Kaya A., Yıldırım M., 2014).

Финансылык рыноктун экономикалык өсүүгө таасири процесси төмөндөгү сүрөт 1.2. де берилди.

Теориялык негизде, финансылык рыноктор акча каражаты ашыкча болгон жактардан акча каражатына муктаж болгон жактарга акча каражатын которуп берет. Муну менен чогуу финансылык система: riskти бөлүштүрүүнү камсыз кылат, ликвиддүүлүктү камсыз кылат, каражатты сунуш кылган жана каражатка муктаж болгон жактардын ар түрдүү портфель тандоолоруна жол ачат, каражаттарды натыйжалуу колдоно алчу жактарга которот, капиталдын инвестициялык проекттерге өтүүсүнө жол ачат, товар жана кызматтардын алмашуусун жеңилдетет, сактоо чен бирдигин жогорулатуу менен экономикалык өсүүгө жол ачат (И.А.Гусева, 2020).



Сүрөт 1.2. Финансылык рыноктун экономикалык өсүүгө таасири процесси

Булак: (R.Levine, 1997)

Финансылык рыноктор анын ичинде өзгөчө баалуу кагаздар рыногу инвесторлорго финансылык активдерди сатуу механизмин камсыздайт.

Финансылык ортомчулук капиталдын натыйжалуу бөлүштүрүлүшүн камсыз кылат жана ошону менен экономикалык өсүүгө түрткү түзөт. Өзгөчө баалуу

кагаздар рыногу капитал чогултуу жана технологиялык жаңылыктар каналы менен экономикалык өсүүнү жогорулатат (И.А.Гусева, 2020).

Теориялык негизде, финансылык рыноктор акча каражаты ашыкча болгон жактардан акча каражатына муктаж болгон жактарга акча каражатын которуп берет. Муну менен чогуу баалуу кагаз рыногу:

- 1) рискти бөлүштүрүүнү камсыз кылат;
- 2) ликвиддүүлүктү камсыз кылат;
- 3) каражатты сунуш кылган жана каражатка муктаж болгон экономикалык жактардын ар түрдүү портфель тандоолоруна жол ачат;
- 4) каражатты натыйжалуу колдоно алчу экономикалык жактарга которот;
- 5) капиталдын инвестициялык проекттерге өтүүсүнө жол ачат;
- 6) товар жана кызматтардын алмашуусун жеңилдетет;
- 7) сактоо чен бирдигин жогорулатуу менен экономикалык өсүүгө жол ачат (А.Н.Зеленюк, В.Н.Кириллов, 2020).

Посткейнсттик экономисттер сунуш кылган «финансылык алсыздык» гипотезасына ылайык, финансылык институттардын негизги максаты өнөр жай курулуштары сыяктуу пайданы максималдаштыруу болуп саналат. Эгерде реалдуу сектор тарабынан финансылык рыноктун ресурстарына талап жогорулап аткан болсо, финансылык институттар бул талапты канааттандырууга аракет жасашат (Б.И.Алехин, 2017).

Инвестициялар - экономикалык процесстин интенсивдүүлүгү жана экономикалык өнүгүүнүн деңгээлин аныктоочу, экономикалык өсүү жөнүндө теориялардын негизги фактору болуп саналат. Жалпысынан ишканалардын инвестициялык активдүүлүгүндөгү өзгөрүүлөр, ошондой эле мамлекеттин экономикалык деңгээлинин өсүү темпинин өзгөрүшү баалуу кагаздар рыногундагы

өзгөрүүлөргө көз каранды. Бул факторлордун негизинде баалуу кагаздар рыногунун структурасын талдоо маанилүү процесс болуп саналат, бул процессиз экономикалык өсүүнүн, улуттук экономиканы жана рыноктук мамилелерди өнүктүрүүнүн оптималдуу стратегиясын иштеп чыгуу мүмкүн эмес. Баалуу кагаздар рыногунун негизги өзгөчөлүктөрүнүн бири – ал инвесторлордун акча каражаттарын ишканага өзүнүн инвестициялык долбоорлорун ишке ашыруу үчүн жетиштүү болгон көлөмдө жана мөөнөттөрдө топтой алат. Экономиканын туруктуу жана натыйжалуу өсүшү үчүн бюджеттик каражаттар, ошондой эле ишканалардын ички финансылык ресурстары азыркы учурда жетишсиз. Ошол эле учурда баалуу кагаздар рыногу коомдук өндүрүштүн экономикалык өнүгүү процессин каржылоону камсыз кыла алат (Б.И.Алехин, 2017).

Демек, Кыргызстандын да баалуу кагаздар рыногунун абалы жана экономикасынын абалы бири – бири менен тыгыз байланышта жана бири – бирине таасир берет. Кыргызстандын баалуу кагаздар рыногун өнүктүрүү менен экономикалык өсүүгө түрткү түзүү үчүн алгач баалуу кагаздар рыногун структуралык анализдөө керек.

ЭКИНЧИ БӨЛҮМ

БААЛУУ КАГАЗДАР РЫНОГУ ЖАНА ЭКОНОМИКАЛЫК ӨСҮҮНҮН КЫРГЫЗСТАНДАГЫ АБАЛЫ

Бул бөлүмдө эң эле алгач өлкөбүздүн экономикалык абалы жана баалуу кагаз рыногунун абалы каралып чыкты. Андан соң экономиканын өсүү темпи, макроэкономикалык кээ бир көрсөткүчтөр жана фондулук биржанын ишмердүүлүгү каралып чыкты жана ошондой эле Covid – 19 пандемиясынын Кыргызстандын экономикалык өсүү темпине жана фондулук биржанын иштөө функциясына таасир бергени да өзүнчө талданып чыкты. Экономикалык өсүүнү чагылдырган ички дүң продукт абалы, инфляция, макроэкономикалык тобокелдиктер каралып чыкты жана инвестициялык фонддордун ишмердиги, баалуу кагаз рыногунун жалпы соода – сатык көлөмү, структурасы каралып чыкты.

2.1. Кыргызстандын экономикалык абалы

2.1.1. Кыргызстандын ички дүң продукциясы

Экономикадагы кырдаалга 2020 - жылдын март айынын экинчи жарымынан тартып Кыргыз Республикасынын Өкмөтү тарабынан кабыл алынган коронавирустук инфекциянын жайылышын алдын алуу боюнча чектөө чаралары, ошондой эле терс тышкы факторлор олуттуу таасирин тийгизди. Кыргыз Республикасынын Улуттук статистикалык комитетинин алдын ала маалыматтары боюнча, 2020 - жылдын биринчи жарым жылдыгынын жыйынтыгы боюнча ИДПнын төмөндөөсү 5,3 пайыз деңгээлинде (2019 - жылдын январь - июнь айларында 6,4 пайызга өсүш катталган). Экономиканы колдоонун негизги фактору болуп Кумтөр кенин иштетүүчү ишканалардын өндүрүшүнүн көлөмү 10,2 пайызга өскөн. Кумтөр кенин иштетүү боюнча ишканаларды эсепке албаганда, ИДПнын төмөндөөсү 6,9 пайызды түздү (2019 - жылдын январь - июнь айларында – 2,2 пайызга өсүтү). ИДПнын дефлятору 2,7 пайыз өлчөмүндө оң түптөлгөн, бул 6,1 пайыздык пунктту түзөт. 2019-жылдын биринчи жарым жылдыгындагы көрсөткүчтөн жогору болуп чыкты (КР Улуттук статистика комитети, 2020).

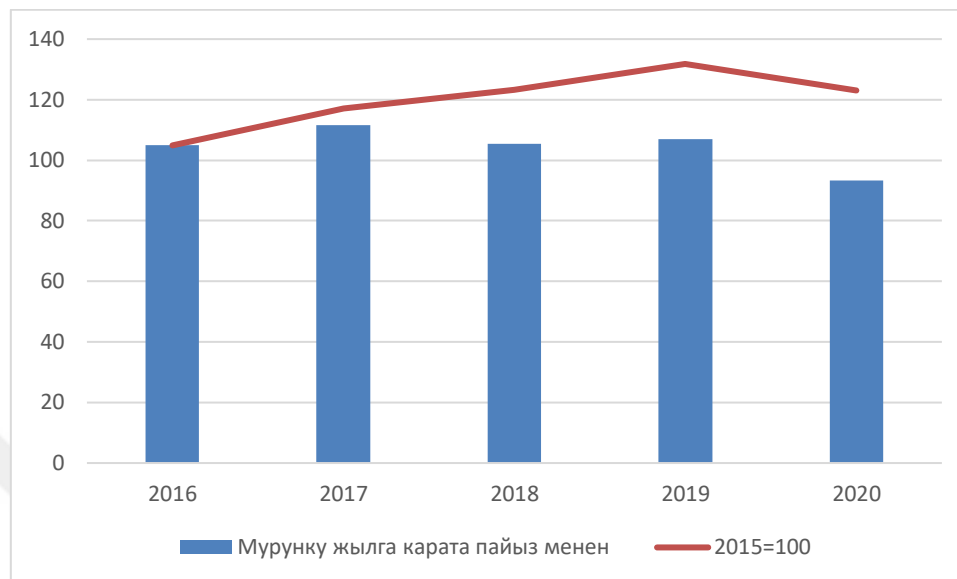
Диаграмма 2.1. Кыргыз Республикасынын ички дүң продукциясы



Булак: Кыргыз Республикасынын улуттук статистика комитети.

Тармактык бөлүнүш боюнча экономиканы өнүктүрүүгө терс салым негизинен соода секторунда (2,3 пунктка азаюу), транспорт секторунда (1,4 пунктка азаюу) жана курулуш мекторунда (0,6 пунктка азаюу) катталган(КР Улуттук статистика комитети, 2020).

Диаграмма 2.2. Өнөр жай өндүрүшүнүн физикалык көлөмүнүн индекстери (пайыз менен)



Булак: КР Улуттук статистика комитети.

Өнөр жай өндүрүшүнүн өсүү темпи 2019 – жылга салыштырмалуу 13,5 пайызга төмөндөдү. Өнөр жай тармагындагы өсүш негизинен фармацевтика продукциясын (2,4 эсеге), химиялык продукцияны (10,9 пайызга), тоо - кен казып алуу тармагынын (9,8 пайызга) өсүшүнүн эсебинен камсыз болгон (КР Улуттук статистика комитети, 2020).

2015-жылга салыштырмалуу айыл чарба секторунда өндүрүлгөн продукциялардын көлөмү азаюу тенденциясында, ал эми курулуш секторунда болсо 2015-жылдан 2019-жылга чейин өсүү тенденциясында. Кызмат көрсөтүүлөрдүн жалпы көлөмү 2015-жылга салыштырмалуу азаюу тенденциясын көрсөтүүдө.

Таблица 2.1. Айыл чарба сектору, курулуш сектору, кызмат көрсөтүү тармагынын динамикасы (2015-жылга салыштырмалуу пайыз менен)

	2016	2017	2018	2019	2020
Айыл чарба сектору	103.1	102.4	102.7	102.6	101.1
Курулуш сектору	152.4	164.8	164.2	172.9	125.2
Кызмат көрсөтүү	106.5	107.5	105.5	105.9	84.5

Булак: КР Улуттук статистика комитети

2020 – жылы 2019-жылга салыштырмалуу айыл чарба продукциясынын өндүрүүсү 1,5 пайызга төмөндөө көрсөткөн. Бул азыраак өсүмдүк өстүрүүнүн (2,3 пайызга) жана мал чарбачылыгынын (1,5 пайызга) төмөндөөсүнө байланыштуу болгон (КР Улуттук статистика комитети, 2020).

Курулуштун дүң продукциясынын 9,1 пайызга төмөндөшү негизги капиталга инвестициялардын 14,8 пайызга төмөндөшүнүн фонунда болгон. Ички булактардын эсебинен каржыланган инвестициялардын көлөмү 8,3 пайызга, ал эми тышкы булактардын эсебинен 30,0 пайызга кыскарган. Негизги капиталга инвестициялардын азайышы өндүрүш объектилерин курууда, суу менен камсыздоодо, тазалоодо, таштандыларды тазалоодо, дүң жана чекене соодада, товарларды ташууда жана сактоодо, мейманканалар менен ресторандарда, маалымат жана коммуникацияларда, билим берүү, саламаттыкты сактоодо жана башка кызмат көрсөтүүдө белгиленген (КР Улуттук статистика комитети, 2020).

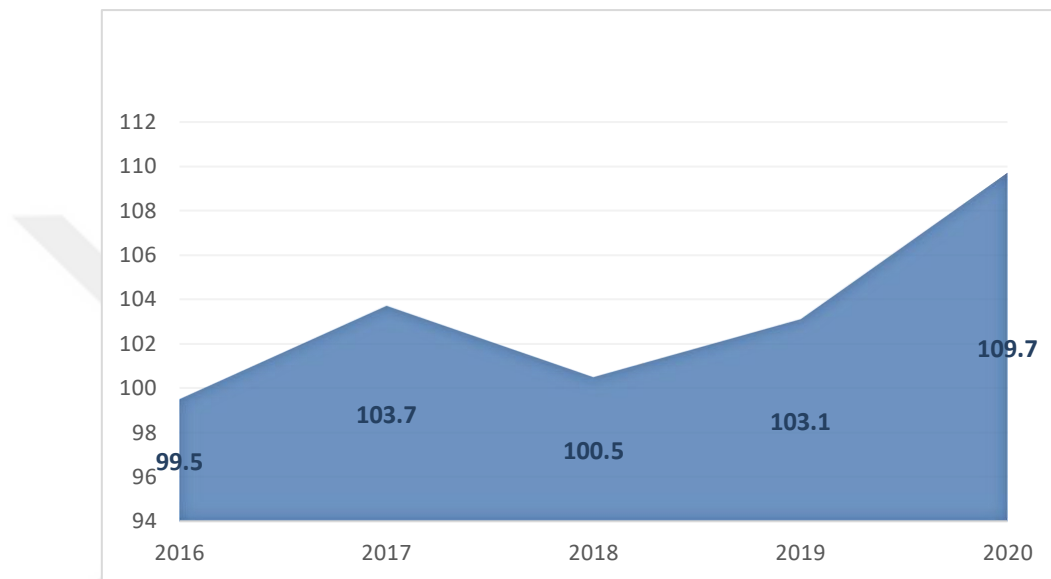
Кызмат көрсөтүү чөйрөсүндөгү 8,2 пайызга төмөндөө негизинен транспорт ишинин (32,0 пайызга) жана сооданын (15,0 пайызга) көлөмүнүн төмөндөшү менен шартталган. Мында маалымат жана байланыш тармагындагы өсүш 0,7 пайызга чейин өскөн (КР Улуттук статистика комитети, 2020).

2.1.2. Инфляция

2020 - жылдын биринчи жарымында баалардын өсүшүнүн тездешинин негизги факторлору болуп тышкы (бир катар өлкөлөрдө чектөө чаралары) жана COVID-19 пандемиясынын ички экономикалык кесепеттери саналат. Баалардын өсүшүнө өлкөнүн айрым региондорунда өзгөчө жана өзгөчө кырдаал режимдерин киргизүү менен шартталган калктын эң зарыл товарларга жана узак мөөнөттүү сактоо азыктарына болгон суроо - талаптын кескин өсүшү кошумча таасирин тийгизди. Ошону менен бирге, акциздик ставкалардын пландалган жогорулашынан улам тамеки буюмдарына баанын өсүшү жыл башында инфляциянын өсүшүнө таасирин тийгизген. 2020 - жылдын июнь айында жылдык инфляциянын деңгээли ушул жылдын апрель айында 8,6 пайызга жеткенден кийин 5,8 пайызга төмөндөдү. Инфляциянын басаңдашы, негизинен, инфляциянын азык -

түлүк компонентинин өсүш арымынын төмөндөшү менен шартталган, мында инфляциянын калыптанган динамикасы жалпысынан Улуттук банктын күтүүлөрүнө дал келген (КР Улуттук банкы, 2021).

Диаграмма 2.3. Товар жана кызмат көрсөтүүлөрдүн керектөө бааларынын индекстери (мурунку жылга салыштырмалуу пайыз менен)



Рыноктук инфляция бүткүл мезгил ичинде төмөн бойдон калууда жана июнь айында 1,6 пайызды түздү, бул Улуттук банктын 5-7 пайыздык максаттуу көрсөткүчүнүн чегинде. Азык - түлүк эмес товарлар тобуна жана акы төлөнүүчү кызмат көрсөтүүлөргө баалардын индекси негизги товардык статьялар боюнча орточо өсүштү сактаган (КР Улуттук банкы, 2021).

Инфляциянын тездешине негизги алгылыктуу салымды азык - түлүк товарларына баанын жогорулашы кошту, анткени керектөө куржунунун жарымына жакынын азык - түлүк товарлары ээлейт (45,4 пайыз), алардын баасы каралып жаткан мезгилде өтө туруксуз болгон. Мында, азык - түлүк товарларын кошпогондо, керектөө товарларына жана кызмат көрсөтүүлөргө баа динамикасы салыштырмалуу туруктуу жана Улуттук банктын 5-7 пайыздык максаттуу чегинде. 2020 - жылдын биринчи жарым жылдыгында КБИнин иш жүзүндөгү динамикасын эске алуу менен, 2020 - жылдын экинчи жарымында коронавирустук пандемиянын

экинчи толкунуна жана анын натыйжасында азык - түлүк бааларынын өзгөрүшүнө байланыштуу белгилүү бир тобокелдиктер болушу мүмкүн экенин белгилей кетүү керек. КБИнин белгиленген көрсөткүчтөн четтөөнүн кошумча тобокелдиги болуп аба ырайынын жана Кыргыз Республикасына импорттук берүүлөрдүн шарттарынын таасири саналат (КР Улуттук банкы, 2021).

2.1.3. Макроэкономикалык тобокелдиктер

2020 - жылдын март айынын экинчи жарымынан тарта Кыргыз Республикасынын Өкмөтү тарабынан көрүлүп жаткан коронавирустук инфекциянын жайылышын алдын алуу боюнча катуу чектөө чаралары экономикалык өсүштүн кескин төмөндөшүнө алып келди. Макроэкономикалык тобокелдиктер 2020 - жылдын экинчи жарымында COVID - 19 экинчи толкунунун шартында сакталат. Мындан тышкары, 2020 - жылдын октябрында өтүүчү парламенттик шайлоодон кийин өлкөдөгү туруксуз саясий кырдаалга байланыштуу тобокелдиктер бар (КР Улуттук банкы, 2021).

2020 - жылдын башында баалардын өсүшүнүн кескин тездешине карабастан, өсүү темпи 2020 - жылдын июнь айында басаңдаган, бул негизинен азык-түлүк товарларынын өсүү темпинин басаңдашы жана ички суроо-талаптын алсызданышы менен шартталган. Калктын реалдуу акчалай кирешелеринин алсыз динамикасы жана дүйнөлүк азык - түлүк товарларына баалардын күтүлүп жаткан орточо өсүшү 2020 - жылдын акырына карата инфляциянын орточо өсүшүнө өбөлгө түзөрү күтүлүүдө. Жалпысынан инфляциянын учурдагы динамикасын эске алуу менен Улуттук банк 2020 - жылы инфляциянын орточо жылдык көрсөткүчү 5,0-7,0 пайыздык максаттуу көрсөткүчтүн жогорку чегине жакын деңгээлге жетиши мүмкүн деп күтүүдө (КР Улуттук банкы, 2021).

Мамлекеттик бюджеттин тартыштыгынын кеңейиши, өлкөдө оорулардын жаңы толкунунун пайда болуу тобокелдиктери жана соода боюнча өнөктөш өлкөлөрдө экономикалык жигердүүлүктүн кыйла узакка созулган калыбына келиши республиканын экономикасынын солгун жана бирдей эмес өсүшүнүн жана инфляциянын тездешинин тобокелдиктери болуп саналат. 2020 - жылдын биринчи

жарым жылдыгында мамлекеттик бюджеттин тартыштыгын каржылоо тышкы карыздардын эсебинен ишке ашырылган, бул болсо келечекте мамлекеттик карыздын туруктуулугуна терс таасирин тийгизиши мүмкүн (КР Улуттук банкы, 2021).

2.2. Кыргызстандын экономикалык өсүшүнүн пандемиянын таасири

2020-жылдын январынан апрелине чейин COVID-19 пандемиясынын тез жайылышына жана анын кесепеттерине байланыштуу, товарларды экспорттоого чектөө чараларын колдонуудан улам азык - түлүк бааларынын акырындык менен жогорулашынан улам инфляциянын тездеши байкалган. Бирок, кароо мезгилинин акырына карата баанын, атап айтканда, азык - түлүк товарларына баанын өсүшүнүн басаңдашы байкалган, бул ички суроо - талаптын төмөндөшүнүн деинфляциялык таасири жана коронавирустук инфекциядан улам ишкердик ишмердүүлүктү чектөөнүн кесепеттери менен байланышкан (КР Улуттук статистика комитети, 2020).

2.3. Коңшу мамлекеттердин экономикалык өсүшүнүн пандемиянын таасири

Соода боюнча өнөктөш өлкөлөрдүн макроэкономикалык көрсөткүчтөрүн калыптандыруу дүйнөдөгү эпидемиологиялык чыңалуунун шартында улантылды. Дүйнөлүк азык - түлүк жана энергетикалык рыноктордо баанын туруксуздугу дүйнөдө жана бүтүндөй региондо ишкердик жигердүүлүк үчүн тобокелдиктерди алып келди.

2020 - жылдын биринчи жарымында Казакстанда коронавирустун жайылышы жана ички жана тышкы чектөөлөрдүн киргизилишинен улам Казакстандын ИДПсы 1,8 пайызга төмөндөдү. Казакстандын экономикасындагы кырдаалдын начарлашынын, мунайга болгон баанын төмөндөшүнүн, ошондой эле инфляциялык тобокелдиктердин жогорулашынын фонунда Казакстандын Улуттук банкынын базалык чени жыл башындагы 9,25 пайыздан 12,00гө чейин көтөрүлгөн. Бирок апрель айында өлкөнүн экономикалык активдүүлүгүн сактоо жана финансылык туруктуулукту камсыз кылуу максатында Казакстандын Улуттук

банкы ченди 9,5 пайызга түшүргөн (Казакстандын улуттук статистика бюросу, 2021).

Кытайда коронавирус эпидемиясынын фонунда 2020 - жылдын биринчи жарымында ИДПнын 1,6 пайызга төмөндөшү белгиленген. Ошону менен бирге жарым жылдыктын жыйынтыгы боюнча экономиканын калыбына келтирүү динамикасы байкалган, ошондуктан үстүбүздөгү жылдын экинчи чейрегинде ИДПнын өсүшү биринчи кварталдагы олуттуу төмөндөөдөн кийин 3,2 пайызга жетишилди (терс өсүш 6,8 пайызга). 2020 - жылдын экинчи чейрегинде экономиканы калыбына келтирүүгө инфекциянын алдын алуу боюнча чектөөлөрдү жеңилдетүү, ошондой эле Кытай өкмөтүнүн эмгек рыногун турукташтырууга жана социалдык туруктуулукту камсыз кылууга багытталган бир катар стимул чаралары түрткү болду. Калыбына келтирүү динамикасына карабастан, АКШ менен пикир келишпестиктер жана дүйнөдө уланып жаткан коронавирустук пандемия шартында Кытай экономикасы үчүн тобокелдиктер жана белгисиздиктер сакталууда (Дүйнөлүк банк, 2021).

Нефть баасынын олуттуу төмөндөшүнө жана коронавирустун жайылышын алдын алуу боюнча чектөө чараларынын киргизилишине байланыштуу Россиянын ИДПсы отчеттук мезгилде 3,4 пайызга кыскарган. Мындай шарттарда өкмөт жана Россия банкы экономиканы жана калкты колдоо боюнча чараларды көрдү. 2020 - жылдын биринчи жарымынын аягында бир катар чектөөлөр алынып салынгандыктан, Орусиянын айрым аймактарында экономикалык активдүүлүк акырындык менен активдеше баштады. Дүйнөлүк экономиканын өзгөрүшүнө жана геосаясий тобокелдиктердин жогорулашына байланыштуу 2020 - жылга Россиянын ИДПсынын динамикасынын болжолдоолору эл аралык аналитиктер тарабынан да, өлкөнүн өкмөтү тарабынан да төмөндөө жагына кайра каралып чыкты. Орус экономикасынын жандануусу акырындык менен жүрүп, экономикалык өсүш монетардык шарттарды жеңилдетүү жана дүйнөлүк экономиканын акырындык менен калыбына келиши менен шартталат деп күтүлүүдө (Дүйнөлүк банк, 2021).

2.4. Кыргызстандагы баалуу кагаздар рыногунун пандемияга чейинки абалы

Кыргыз фондулук биржасындагы жалпы соода – сатык 2001-2018 жылдар арсында жалпысынан өсүү тенденциясында. 2001-жылы жалпы соода – сатык 941,3 млн сомду түзгөн болсо, 2002-жылы 20% га көбүрөөк 1129,3 млн сомду түзгөн. 2001-жылдан 2005-жылга чейин өсүү тенденциясы басымдуу жана билинээрлик деңгээлде ишке ашкан болсо, 2005-жылы мурунку жылга салыштырмалуу 102,4% га азайган. Мунун себеби болуп өлкө ичиндеги саясий алмашуу болуп саналат. Саясий туруксуздук учурда сатуу-сатып алуу көлөмдөрдүн аябай бат төмөндөөшү күтүлүүчү жагдай болуп саналат. Ал эми 2006-жылкы сатуу-сатып алуу көлөмү 2005-жылга салыштырмалуу 3,14 эсе көп болгон. Мында экономика кайра жандана баштаган. Ошондой эле өсүү темпи 2006-2007 жылдар арасында орун алган. 2007-жылы 2001-жылга карата 5,5 эсе көп, ал эми мурунку жылга карата болсо 1,3 эсе көп болгон. Ал эми 2008-жылында жалпы соода-сатык көлөмү 2007-жылга салыштырмалуу 20 % га азайып кеткен. Мунун себеби болсо 2008-жылкы дүйнөлүк кризис болуп эсептелет. Өнүккөн өлкөлөрдө ортого чыккан кризис сөзсүз түрдө өнүгүп келе жаткан жана аз өнүккөн өлкөлөргө өз таасирин тийгизди. 2008-жылдан баштап алып-сатуу көлөмү 2011-жылга чейин азая баштаган. 2009-жылы мурунку жылга карата 30% га азайса, 2010-жылы бул көрсөткүч 84% ды түзгөн. Мунун себептеринен эң негизгисинен бири болуп өлкө ичиндеги саясий төңкөрүш жана өлкөдөгү жарандык согуш болуп эсептелет. Ушул окуянын себебинен экономика аябай артка кеткен, инвесторлордун коркунучу күчөгөн. 2011-жылдан баштап кайра баалуу кагаз рыногунда алып-сатуулар жогорулай баштады (2010-жылга салыштырмалуу 3,2 эсе жогору). Төмөнкү диаграммада көрүнгөндөй 2010-2016 жылдар аралыгында өсүү аябай билинээрлик болгон. Ал эми 2016-жылы эң жогорку көрсөткүчкө, 9,969 млрд сомго жеткен. Бул болсо 2001-жылга салыштырмалуу 11 эсе жогорку көрсөткүч, ал эми 2015-жылга карата 2,5 эсе жогору болгон. Бирок кайра 2017-жылы баалуу кагаз рыногунда алып-сатуу көлөмү 53% га азайган. 2018-жылы болсо мурунку жылына салыштырмалуу 18% га көп алып-сатуулар ишке ашкан (Улутстатком, Кыргызстан цифраларда , 2019).

График 2.1. Жалпы соода-сатык көлөмү



Булак: Кыргыз Республикасынын фондулук биржасы.

Төмөнкү таблицада баалуу кагаздар рыногундагы операциялардын көлөмүнүн 2010-жылга карата өзгөрүүсүн көрсөк болот. 2011-жылы 2010-жылга караганда 3,3 эсеге көп алып-сатуулар орундалган. 2012-жылы мурунку жылга карата 23% га аз болгону менен 2010-жылга салыштырмалуу 2,5 эсе көп болгон. Бул өсүү 2016-жылда эң жогорку көрсөткүчкө жетип, 2010-жылкы сатуу-сатып алуу көлөмүнөн 22 эсе көп болду. 2017-жылдан баштап жалпы соода-сатык көлөмү азаюу тенденциясында. Бирок 2010-жылга салыштармалуу 8 эсе көп көлөмдү түзүүдө.

Таблица 2.2. Жалпы соода-сатык көлөмү (2010-жылга карата пайыз менен)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Жалпы соода-сатык көлөмү	100%	329%	254%	359%	356%	872%	2169%	1010%	827%

Булак: Кыргыз Республикасынын фондулук биржасы, 2019-жыл.

Кыргызстанда баалуу кагаздар рыногунда негизинен мамлекеттик баалуу кагаздарды алып-сатуусу басымдуулук кылат. Себеп дегенде ал кыска мөөнөттүү

жана мамлекет ички карыз инструментинен көп колдонот дей алабыз. Ошондой эле инвесторлорду коргоо мамлекет тарабынан кепилденбегендиги үчүн ири капиталдар узун мөөнөткө жайгаштырылбайт.

Төмөнкү диаграммадан белгилүү болгондой 2019-жылы Кыргызстанда ипотекалык облигацияга инвестиция жасоолор дээрлик жокко эсе. Ал эми облигациялар жалпы алып-сатуулардын 4 % гана түзөт. 96 пайызы болсо мамлекеттик баалуу кагаздарды алып-сатуулар эсептелет. Демек, баалуу кагаздар рыногунун 96 % ын мамлекеттик баалуу кагаздар ээлейт. Мамлекет ички карыз инструментин жакшы колдонот деп айтсак болот жана өлкө ичиндеги ишканалардын баалуу кагаздарынын көлөмү аз экендигин байкасак болот.

Диаграмма 2.4. Баалуу кагаздардын түрү боюнча алуу-сатуу үлүшү



Булак: Кыргыз Республикасынын фондулук биржасы

Ал эми 2019-жылдын тармактар боюнча баалуу кагаздарды алып-сатылуусунун эң жогорку үлүшү 93 пайыз менен финансы секторуна таандык. Ал эми кызмат секторунун үлүшү 4 пайызды, өнөр жай секторунун үлүшү болсо 3 пайызды түзгөн (КР Улуттук банкы, 2019).

Диаграмма 2.5. Алып-сатуулардын тармактык структурасы (2019-жыл)



Булак: Кыргыз Республикасынын улуттук банкы

Демек, Кыргызстандын пандемияга чейинки баалуу кагаз рыногунун структуралык түзүлүшүндө финансы сектору басымдуу бөлүктү ээлеген. Кыргыз фондулук биржасындагы алып сатуулар банк секторунун басымдуу бөлүгү менен ишке ашкан. Кыргыз фондулук биржасынын акция рыногу жакшы өнүкпөгөндүгүн да диаграммалардан байкайбыз.

Таблица 2.3. Пандемияга чейинки жалпы алып-сатуулар көлөмү

	2016	2017	2018
Жалпы алып-сатуулар көлөмү, млн. сом	9,97	4,64	3,80

Булак: КР фондулук биржасы

Жогорудагы таблицада, 2016-жылы фондулук биржада жалпы алып-сатуулар көлөмү 9,97 млн.сомду түзгөн болсо, 2017-жылы 2 эсе аз (4,64 млн.сом) көлөмүндө рынокто алып-сатуулар жүргүзүлгөн. Ал эми биржадагы алып-сатуулар 2018-жылы 2016-жылга салыштырмалуу 2,6 эсе аз көлөмдө жүргүзүлгөн.

2018-жылдын аягында биринчи рыноктун жалпы көлөмдөгү үлүшү 99 пайызды түзүп, 1,169 млн.сомдук 118 келишим түзүлгөн. 2018-жылы алып-сатуу

көлөмүнүн структурасында 2018-жылы экономиканын финансы сектору 89,3 пайыз үлүшүн, кызмат көрсөтүү тармагы 10,35 пайыз жана өнөр жай тармагы 0,36 пайыздык үлүштү түзгөн.

2.5. Кыргызстандагы баалуу кагаздар рыногунун учурдагы абалы

Баалуу кагаздар рыногунун абалы

2021-жылы Кыргыз Республикасынын Финансы министрлиги республикалык бюджеттин тартыштыгын каржылоо жана мамлекеттик карызды кайра каржылоо максатында ички рынокто карыз алууну уланткан. Финансы министрлигинин каржы бөлүмү 3, 6 жана 12 айлык мамлекеттик кыска мөөнөттүү облигацияларды (МКО) жана 2, 3, 5 жана 7 жылдык мамлекеттик казына векселдерди (МКВ) рынокко сунуштаган. 2019-жылындагы мамлекеттик баалуу кагаздардын (МКВ жана МКО) жалпы сунушу 2020-жылдын ушул эле көрсөткүчүнө салыштырганда 18,3 пайызга кыскарып, 7,6 млрд сомду түзгөн. Карыз алуулардын түзүмүндө МКОнун сунушунун көлөмү МКВнын сунушунун көлөмүнөн басымдуу болгон (МКОнын үлүшү 82,2 пайызды, МКВ - 17,8 пайызды түзгөн) (КР Улуттук банкы, 2021).

2020-жылда МКВнын сунушунун көлөмү бир аз төмөндөп, 1,4 млрд. сомду түзгөн. Буга карабастан, бул рыноктун катышуучуларынын активдүүлүгү 2019-жылдын ушул мезгилинен айырмаланып, жүгүртүү мөөнөтү 3 жана 6 ай болгон МКВларды жайгаштыруунун кайра жанданышынын фонунда жогорулаган. Мөөнөтү 3 жана 6 ай болгон МКВ каралып жаткан мезгилдин январь айында гана, калган айларда 12 айлык баалуу кагаздар гана сунушталганын белгилей кетүү керек. 2020 - жылдын биринчи жарым жылдыгында аукциондук негизде калыптанган 12 айлык баалуу кагаздар боюнча чендердин жогорулашынын фонунда МКВ боюнча чендердин 5,8 пайызга өсүшү байкалган. Ал эми 2019-жылы бул көрсөткүч 4,7 пайызды түзгөн МКВларды сатуунун жалпы көлөмү 1,9 млрд сомду суроо - талап менен 1,0 млрд сомду түзгөн. Жүгүртүүдөгү МКВнын көлөмү 2020-жылдын башынан бери 76,3 пайызга, 2020 - жылдын июнь айынын акырына карата 973,9 миллион сомго чейин кыскарган (КР Улуттук банкы, 2021).

График 2.2. Жалпы алып-сатуулар жана баалуу кагаздар көлөмдөрүнүн динамикасы



Булак: Кыргыз фондулук биржасы

Жогорудагы графикте фондулук биржанын жалпы алым-сатым көлөмүнүн жана баалуу кагаздар көлөмүнүн 6 жылдык тенденциясы берилди. Графикте 2016-жылдан 2018-жылга төмөндөө, андан ары 2020-жылга чейин көрсөкүчтөр өсүү тенденциясын көрсөтүүдө. Төмөндөөнүн негизги себеби өлкөлөр ичинде жана тышкы мамлекеттер тарабынан коюлган карантиндик чектөөлөр болуп саналат (Кыргыз фондулук биржасы, 2021).

Ал эми 2020-жылы МКО рыногунда чендер 10,4 пайызды түзүп, 2019-жылга салыштырмалуу 0,7 пайызга жогорулаган. МКО рыногунда чендердин бир аз жогорулашын кошпогондо, аукциондордун бардык параметрлери боюнча көрсөткүчтөрдүн төмөндөшү катталган. Алсак, эмитент тарабынан сунушталган 2019-жылы МКОнун көлөмү 2019-жылы 6,3 млрд сомду түзгөн болсо, 2020-жылы 5,05 млрд сомду (-19,9 пайыз) түзгөн. Мөөнөтү боюнча МКВнын сунушунун өсүшү 7 жылдык баалуу кагаздар боюнча гана катталган. Муну менен катар эң чоңу 7 жылдык МКВ рыногунда (жалпы суроо - талаптын 43,2 пайызы), ал эми эң азы – 3 жылдык МКВда (10,6 пайыз) белгиленген. 2019 - жылдын ушул эле мезгилинде 5

жылдык МКВга суроо - талап күчтүү болгон. Аукциондордун жыйынтыгында МКОлорду жайгаштыруунун көлөмү 25,8 пайызга кыскаруу менен 4,5 млрд сомду түзгөн. 2020 - жылдын жыйынтыгы боюнча жүгүртүүдөгү мамлекеттик векселдердин көлөмү жыл башынан бери 5,2 пайызга өсүп, 45,1 млрд сомду түзгөн. Институционалдык инвесторлор мурдагыдай эле МКВнын негизги ээлери болуп, 58,0 пайызды түзгөн. Чет өлкө валютасында номинацияланган МКО портфели жыл башынан бери өзгөргөн эмес (49,4 млн. АКШ доллары) (КР Улуттук банкы, 2021).

Экинчи рынокто мамлекеттик баалуу кагаздардын катышуучулары 253,7 млн. сом суммасында МКОлорду сатып алуу/сатуу боюнча операцияларды жүргүзүшкөн. Ал эми экинчи рынокто МКВ менен операциялар жүргүзүлгөн эмес (КР Улуттук банкы, 2021).

Тышкы чөйрөнү өнүктүрүү үчүн өбөлгөлөрдү жана калыптанган ички шарттарды эске алуу менен Улуттук банктын ноталары рыногунун катышуучуларынын активдүүлүгү жогорулаган, атап айтканда, суроо - талаптын, сунуштун жана сатуунун орточо аукциондук көрсөткүчтөрүнүн өсүшү белгиленген. Отчеттук мезгилде катышуучулар жүгүртүү мөөнөтү 7, 14, 28, 91 күндүк ноталарга суроо - талапты көрсөтүшкөн (2019-жылы 182 күндүк ноталарга суроо - талап да белгиленген). 2020 - жылдын биринчи жарым жылдыгында коммерциялык банктардын жүгүртүү мөөнөтү 91 күндүк ноталарга инвестициялык кызыгуусу банк тутумунда кыска мөөнөттүү үстөк ликвиддүүлүктүн жогорку концентрациясынын басымдуу болушунан улам олуттуу төмөндөгөн. Ошол эле учурда бул төмөндөө Улуттук банктын кыска мөөнөттүү ноталарына суроо - талаптын өсүшү менен компенсацияланган. Бул активдин дээрлик бардык мөөнөттөрү рентабелдүүлүктүн өсүшүн көрсөттү (КР Улуттук банкы, 2021).

Алсак, Улуттук банктын ноталарына жалпы суроо - талап отчеттук мезгилде 2,1 эсеге (147,9 млрд сомго чейин), ал эми сунуштун көлөмү 2019 - жылдын ушул мезгилине салыштырмалуу 2,0 эсеге көбөйүп, 140,5 млрд сомго чейин жеткен. Улуттук банктын ноталарын жайгаштыруу боюнча аукциондордун жыйынтыгында бул активди сатуунун көлөмү 130,6 млрд сомду (+ 2,1 эсе) түзгөн, мында негизги

үлүшү 7 күндүк ноталарга туура келген. Натыйжада, Улуттук банктын жүгүртүүдөгү ноталарынын портфелинин жалпы көлөмү 2020 - жылдын башынан бери 59,3 пайызга көбөйүп, 12,8 млрд сомго чейин жеткен (КР Улуттук банкы, 2021).

2.5.1. Кыргыз фондулук биржасы

Кыргыз фондулук биржасы алгач, баалуу кагаз рыногунун функцияларын натыйжалуу шарттар менен камсыз кылуу максатында 1994-жылы мамлекеттик эмес формада, коммерциялык эмес уюм болуп түзүлгөн. Алгачкы акция менен алып-сатуу иши 1995-жылы май айында жүргүзүлгөн. 1995-жылдын июль айынан бери кыргыз фондулук биржасында баалуу кагаз рыногун абалын чагылдыруучу КФБ индекси эсептелинип келүүдө (Кыргыз фондулук биржасы, 2021).

Кыргызстандын баалуу кагаздар рыногуна катышуу үчүн чоң каражат талап кылынбайт. Постсоветтик мейкиндикте, КМШда эле бизде эң либералдуу мыйзамдар жана нормативдик – укуктук акттар бар жана бүгүнкү күндө каалаган компания IPOго чыга алат. Статистикага ылайык, көбүнчө бизден стартаптар мамлекеттик фонддор же менчиктин башка формалары аркылуу инвестиция алып жатышат. (Кыргыз фондулук биржасы, 2021).

Экономикасы жок өлкөдө биржа жок, тескерисинче рыноктук экономикасынын шартында өнүккөн биржа болушу керек. Ал эми мамлекеттин аракети аны өнүктүрүүгө багытталышы керек. Иштеп чыккан учурдан тартып биржада турган бардык маалыматтар мамлекет үчүн иштей баштайт. Бул, биринчиден, аналитика, ал эми аналитика экономикалык пландаштыруу болуп саналат. Азыркы мезгилде биржага инвестиция салгандардын саны 50 миңге жетти (Кыргыз фондулук биржасы, 2021).

Баалуу кагаздарды биржа тизмесине киргизүүнү караган процедуралардын жыйындысы биржа листинги деп аталат.

Биржада баалуу кагаздардын листинги эмитентке төмөнкүдөй артыкчылыктарды берет:

- инвесторлордун каражаттары түрүндө кошумча капиталды тартуу;
- эл аралык баалуу кагаздар рыногуна чыгуу;
- эмитенттин рейтингдик баасы;
- компаниянын инвестициялык жагымдуулугун жогорулатуу;
- баалуу кагаздардын ликвиддүүлүгүн жогорулатуу (Кыргыз фондулук биржасы, 2021).

2.5.1.1. Листинг

Листинг - аманатчылардын каражаттарын коргоонун кошумча катмары болуп саналат.

Белгилей кетсек, фонддук биржада сатылып жаткан бардык баалуу кагаздар листингге жатат. Бул жагынан алганда, акциялардын листинги менен облигациялардын листингинин ортосунда эч кандай айырма жок. Бирок, листинг облигацияларга эмес, акцияларга багытталган (Кыргыз фондулук биржасы, 2021). Бул төмөнкүлөргө байланыштуу:

-фондулук биржаларда сатылуучу баалуу кагаздардын негизги түрү облигациялар эмес, акциялар болуп саналат. Облигация, чындыгында, биржадан тышкаркы рыноктук объект болуп саналат, анткени аны сатып алуу жана сатуу көбүнчө бүтүмдүн тараптарынын позицияларын макулдашуу үчүн бир топ убакытты талап кылат. Акцияда суроо, адатта, учурдагы рыноктук баанын деңгээлине, ал эми облигацияларды сатып алууда (сатууда) топтолгон купондук кирешенин өлчөмүнө, сунуштун бар же жоктугуна (сатуучунун же сатып алуучунун мөөнөтүнөн мурда төлөө укугу) ж.б.,

-облигация базар баасынын мүнөзүнөн улам акцияларга караганда алып - сатарлык сооданын предмети болуп саналбайт (Кыргыз фондулук биржасы, 2021).

Акциянын рыноктук баасы бир эле учурда эки өзгөрмөгө көз каранды: дивиденд жана рыноктук пайыздык чен, ал эми облигациянын рыноктук баасы, адатта, рыноктук пайыздык чендин бир өзгөрмөсүнө негизделет (Кыргыз фондулук биржасы, 2021).

Ошентип, экономикалык жактан алганда, листинг процедурасы баалуу кагаздардын рыноктук рейтингинин бир түрү катары облигациялардын эмес, акциялардын экинчилик рыногунун ажырагыс бөлүгү болуп саналат.

2.5.1.2. Мамлекеттик баалуу кагаздар

2015-жыл Кыргыз фондулук биржасында беш жылдык мамлекеттик казына облигацияларын жайгаштыруу боюнча аукцион менен белгиленди. Мөөнөтү 9 ай болгон Мамлекеттик казына векселдерин жайгаштыруу боюнча пилоттук долбоор ийгиликтүү ишке ашырылган 2008 - жылдан бери мамлекеттик баалуу кагаздарды жайгаштыруу боюнча аукциондор өткөрүлгөн эмес болчу (Биржасы К. Ф., Кыргыз Фондулук Биржасы, 2019).

2015 - жылдын ноябрь айына карата Кыргыз Республикасынын Финансы министрлиги 150,00 млн сом суммасында МКВларды кошумча жайгаштыруу көлөмүн жарыялады. Кыргыз фондулук биржасынын соода системасында 15,24 миллион сомдук 9 бүтүм катталды жана 1 акциянын орточо салмактанып алынган наркы 87,78 сом болгон 173 660 даана казыналык облигациялар сатылды (Кыргыз Фондулук Биржасы, 2019).

2.5.1.3. Тизмеге киргизилген акциялар

2020 - жылы сооданын негизги бөлүгү листингдик акциялар секторунда болгон, ал биржадагы сооданын жалпы көлөмүнүн 66% түзгөн. Бул компаниялардын корпоративдик акцияларынын кошумча чыгарылышына байланыштуу болду: «Айыл Банк» ААК, «Кыргыз Тоо-Таш» ААК, «Росинбанк» ААК жана «РСК Банк» ААК (Биржасы К. Ф., Кыргыз Фондулук Биржасы, 2021).

Листингдик акциялар секторунда «Кыргыз Тоо-Таш» ААКсынын (Токмок ш., өнөр жай аймагы) жалпы суммасы 1 097,53 млн сомду түздү. 2020 - жылдын 23 - сентябрындагы сатуу - сатып алуу бүтүмүнүн жыйынтыгында «ДОРУС» ЖЧКсы компаниянын 4 800 859 жөнөкөй акциясынын ээси болуп калды жана бул уставдык капиталдын 92,76% түздү (Биржасы К. Ф., Кыргыз Фондулук Биржасы, 2021).

«Манас» эл аралык аэропорту» ААК, «Кыргызтелеком» ААК, «Бишкекжылуулук» ААК, «Түндүк электр» ААК жана «Электр станциялары» ААК акциялары Кыргызстандын баалуу кагаздар рыногунда эң ликвиддүү бойдон калууда (Биржасы К. Ф., Кыргыз Фондулук Биржасы, 2021).

Таблица 2.4. 2020-жылдагы жүгүртүүгө чыгарылган баалуу кагаздар

Аталышы	БК көлөмү, миң даана	Орточо баасы, сом	Соода көлөмү, миң сом	Дивидент көлөмү, сом
ОАО «Международный аэропорт Манас»	21,30	60,16	1281,13	7,53
ОАО «Кыргызтелеком»	75,17	4,62	374,19	0,22
ОАО «Бишкектеплосеть»	53,10	0,16	8,35	0,02
ОАО «Северэлектро»	430,67	0,39	169,35	0
ОАО «Электрические станции»	51,78	1,30	67,08	0

Булак: Кыргыз Фондулук Биржасы

2.5.1.4. Листингге кирбеген акциялар

Листингтен өтпөгөн акциялар секторундагы соодалардын үлүшү көлөмү боюнча экинчи орунда турат жана бүтүмдөрдүн жалпы көлөмүнүн 27%ын түзөт. Бул сектордо 1 373 бүтүм ишке ашырылып, анын суммасы 1 063,16 млн сомго жеткен. (Кыргыз Фондулук Биржасы, 2021).

Соодалардын негизги үлүшүн төмөнкү компаниялардын акцияларынын кошумча эмиссиялары да түздү:

Таблица 2.5. Соодалардын негизги үлүшү

Аталышы	БК көлөмү, миң даана	Орточо баасы, сом	Соода көлөмү, миң сом
ЗАО «УБГ Инвест»	67,00	1 000,00	67,00
ОАО «Дос-Кредобанк»	9,53	750,00	7,15
ОАО «Капитал Банк Центральной Азии»	1 450,00	50,00	72,50
ОАО «Кыргызкоммерцбанк»	586,94	500,00	293,47
ОАО РК «Аманбанк»	80,00	1 000,00	80,00
ОАО Страховая компания «АЮ Гарант»	69,40	1 000,00	69,70

Булак: Кыргыз Фондулук Биржасы

2.5.1.5. Корпоративдик облигациялар

Сооданын төмөндөшүнө карабастан, корпоративдик облигациялар рыногу 2020 - жылы өнүгүүсүн улантууда. Муну облигациялардын жаңы чыгарылыштары жана жаңы эмитенттин пайда болушу далилдеп турат. Корпоративдик облигациялардын аркасында банк сектору баалуу кагаздар рыногу менен бириккен – бул бүтүндөй каржы рыногунун өнүгүүсүнүн негизги көрсөткүчү болуп саналат (Кыргыз Фондулук Биржасы, 2021).

Коммерциялык банктын жана микрофинансылык компаниянын корпоративдик облигацияларынын 2 эмиссиясы катталып, жалпы суммасы 275 миллион сомду түзүп 2020 - жылдын август айында “Кыргыз инвестициялык-кредиттик банкы” ЖАКтын номиналдык облигацияларынын үчүнчү эмиссиясы катталган. Эмиссиянын көлөмү 200 миллион сомду түздү. Баалуу кагаздардын номиналдык наркы жана кирешелүүлүгү өзгөргөн жок жана тиешелүүлүгүнө жараша 1 000,00 сомду жана 14%ды түздү (Кыргыз Фондулук Биржасы, 2021).

Аталаган пайыздык облигацияларды чыгарган дагы бир компания «Салым Финанс» микрофинансылык компаниясы ААК болду. Бул компания баалуу кагаздар рыногуна биринчи жолу чыгып, жалпы суммасы 75 миллион сомдук

облигацияларды чыгарган. Ар бир акцияга 1000 сомдук 75 миң нуска облигациялар чыгарылган жана облигациялардын кирешелүүлүгү жылдык 18%ды түзгөн (Кыргыз Фондулук Биржасы, 2021).

Банктын жана микрофинансы компаниясынын корпоративдик облигациялары Кыргыз фондулук биржасынын листингине киргизилген. Листинг компаниянын туруктуу финансылык абалынын көрсөткүчү болуп саналат, натыйжада инвестордун ишеним деңгээлин жогорулатат. Листингтин дагы бир артыкчылыгы, эгерде компаниянын баалуу кагаздары Blue Chips категориясында (эң жогоркудан кийинки категория) тизмеленген болсо, инвесторлор киреше салыгынан бошотулат (Кыргыз фондулук биржасы, 2021).

2.5.1.6. Индекс

Фондулук индекси (Индекс), же аны биржа индекси деп да аташат, баалуу кагаздардын белгилүү бир баалуу кагаздар тобунун бааларынын өзгөрүшүнүн көрсөткүчү аталат (Б.Рубцов, 2014).

Фондулук индекс (биржа индекси) – эң ликвиддүү жөнөкөй акциялардын же облигациялардын топторунун негизинде белгилүү бир жол менен эсептелген баалуу кагаздар рыногунун абалынын көрсөткүчү болуп саналат. Биржа индекстери бүтүндөй фондулук рыноктун абалын баалоого, экономикалык циклдин учурдагы абалын аныктоого мүмкүндүк берет (В.А.Татьянников, Е.А.Разумовская, Ю.В.Куваева, 2019).

Кыргыз фондулук биржасынын индексинин динамикасы төмөнгү графикте өсүү тенденциясын көрсөтүп турат.

График 2.3. Кыргыз фондулук биржасы индекси



Булак: Кыргыз фондулук биржасы.

2017-жылы биржа индекси 543,51 көрсөткүчүн көрсөтүп 2016-жылга салыштырмалуу 43,58 пунктка жогорулаган. Ал эми 2018-жылы 2017-жылдагы көрсөткүчкө салыштырмалуу 145,36 пунктка өскөн. 2019-жылы фондулук биржанын индекси 754,29 көрсөткүчүн көрсөткөн. 2020-жылы 920,16 көрсөткүчүнө жогорулаган.

2.5.2. Фондулук Биржанын негизги көрсөткүчтөрү

Төмөнкү таблицада көрүнгөндөй баалуу кагаз рыногунда соода көлөмү 92,68% га азайды. Ал эми келишимдердин санында көбөйүү байкалды. Баалуу кагаздардын көлөмүндө болсо азайуу байкалды. Жалпы соода көлөмү болсо 6,55(-83,02) млн. сомду түздү (Кыргыз Фондулук Биржасы, 2021).

Таблица 2.6. Фондулук биржанын негизги көрсөткүчтөрү

Негизги көрсөткүчтөр	07.10 - 11.10	14.10 - 18.10	Өсүү темпи +/-
Соода көлөмү (сом)	89 582 017,96	6 557 702,98	-92,68%
Баалуу кагаз көлөмү	3 142 045	56 468	-98,20%
Келишим көлөмү	38	51	+34,21%
Эмитент-компаниялардын саны	13	14	+7,69%

Булак: Кыргыз Фондулук Биржасы

2.5.2.1. Капитал сектору

Каралып жаткан мезгилде акциялар секторундагы сооданын көлөмү өткөн жумага салыштырмалуу төмөндөп, биржадагы сооданын жалпы көлөмүнүн 16,62% түздү. Жалпысынан 37 бүтүм жасалып, 12 компаниянын баалуу кагаздары катышкан жана эч кандай чоң келишимдер болбогон (Биржасы К. Ф., Кыргыз Фондулук Биржасы, 2021).

2.5.2.2. Облигация сектору

Облигация сектору көлөмүнүн төмөндөшүн көрсөттү. Биржадагы сооданын жалпы көлөмүнүн 83,38%ын облигациялар түздү. «Первая Металлобаза» ЖЧКсынын жана «Салым Финанс» МФК ААКсынын облигациялары рынокто соодаланды жана ал боюнча 14 келишим түзүлдү (Биржасы К. Ф., Кыргыз Фондулук Биржасы, 2021).

2.5.3. Кыргыз фондулук биржасынын пандемияга чейинки абалы

2018 - жыл өлкөнүн экономикасы үчүн бир топ оор болду. Улуттук валютанын наркынын төмөндөшү баалуу кагаздар рыногунда активдүүлүктүн төмөндөшүнө алып келиши керек эле. Бирок улуттук экономиканын терс факторлору Кыргыз фондулук биржасынын ишине олуттуу таасирин тийгизген жок (Кыргыз фондулук биржасы, 2019).

Кыргыз фондулук биржасындагы соодалоонун жыйынтыгында 2015 - жылы баалуу кагаздар менен 4007,88 миллион сомго 1948 бүтүм жүргүзүлгөн. Жүгүртүүдөгү баалуу кагаздардын саны 157,88 млн ду түздү. Баалуу кагаздар рыногу өткөн жылдагыдай активдүү эмес болгонуна карабастан (бүтүмдөрдүн саны 80%га кыскарган), бүтүмдөрдүн жалпы көлөмү 2373,58 млн сомго көбөйгөн. Бул өз кезегинде бир бүтүмдүн көлөмүнүн өсүшүнүн жакшы көрсөткүчү болуп саналат (Кыргыз фондулук биржасы, 2019).

Соода динамикасынын талдоосуна ылайык, сатуунун максималдуу көлөмү сентябрда байкалган – 976,53 млн. Бүтүмдөрдүн максималдуу саны 251ге барабар түзүлдү. Бүтүмдөрдүн минималдуу саны январь жана август айларында болгон –

115, бирок көлөмү боюнча минималдуу апрель айында байкалган – 39,29 млн. Фондулук биржада жигердүүлүктүн төмөндөшү акционердик коомдор тарабынан акционерлердин жалпы чогулушун өткөрүү менен шартталган. Сатып алуучулар, адатта, компаниянын ишмердүүлүгүн талдоо жана негизделген чечим кабыл алуу үчүн бул мезгилди күтүшөт. Ушул эле айда “Кыргыз инвестициялык-кредиттик банкы” ЖАКсынын жана “Салым Финанс” МФК ААКсынын номиналдык пайыздык облигациялары тиешелүүлүгүнө жараша 200 миллион сом жана 75 миллион сом суммасында чыгарылган (Кыргыз фондулук биржасы, 2019).

2018 - жылдагы сооданын тармактар боюнча бөлүштүрүлүшү боюнча листингдик акциялар сектору Кыргыз фондулук биржасындагы сооданын жалпы көлөмүнүн 60%дан бир аз ашыгын түздү. Бирок листингден өтпөгөн облигациялар жана мамлекеттик баалуу кагаздар 2018 - жылы соодалоого катышкан эмес (Кыргыз фондулук биржасы, 2019).

2.5.4. Кыргыз фондулук биржасынын пандемиядан кийинки абалы

Бүгүнкү күндө баалуу кагаздар рыногун өнүктүрүүдөгү негизги көйгөйлөрүнө токтоло кетсек анда, баалуу кагаздар рыногун активдүү өнүктүрүү зарыл экендигин жана бул үчүн бардык оюнчулардын катышуусу керек экендигин байкайбыз. Коммерциялык банктар гана эмес, ошондой эле мамлекеттик жөнгө салуучу органдар – Мамлекеттик Финансылык көзөмөл кызматы, Улуттук банк, Фондулук биржа, РКФР сыяктуу ири инвесторлордун саны көбөйүүсү керек. Себеби бул биздин жалпы милдетибиз болуп саналат, жана ошондой эле калктын финансылык сабаттуулугун жогорулатуу үчүн атайын саясат жөнгө салынышы керек.

Баалуу кагаздар рыногу Кыргыз Республикасында жакшы өнүккөн эмес, бирок банк сектору, тескерисинче, каржы рыногунун негизин түзөт жана бир топ туруктуу болуп эсептелет.

Таблица 2.7. Фондулук биржанын негизги көрсөткүчтөрү

Негизги көрсөткүчтөр	1.02 – 7.02	8.02 - 14.02	Өсүү темпи +/-
Соода көлөмү (сом)	5 724 933	11 602 570	+103%
Баалуу кагаз көлөмү	522 574	254 056	-51%
Келишим көлөмү	58	69	+19%
Эмитент-компаниялардын саны	13	8	-38%

Булак: Кыргыз Фондулук Биржасы

Ковид - 19 пандемиясынын жайылышына байланыштуу кыйынчылыктарга карабастан, банк секторунун кредит портфелинин көлөмү 2020 - жылы жана 2021 - жылдын биринчи жарымында өсүүнү улантып, үстүбүздөгү жылдын биринчи жарымында 173,5 миллиард сомду түздү (2019 - жылдын жыйынтыгы боюнча 146,4 млрд сомду түздү). Башкача айтканда, жакшы өсүш байкалууда. Ушундай эле тенденция банк секторунун капиталында да байкалып, үстүбүздөгү жылдын биринчи жарымында 50 миллиард сомго жеткен, ал эми өткөн жылы бул көрсөткүч 43,6 миллиард сомду түзгөн (Банкы, Отчет о стабильности финансового сектора Кыргызской Республики, 2021).

Андан сырткары жалпы депозиттик базанын өсүшү андан да чоң болуп, 2021 - жылдын биринчи жарымында дээрлик 202 миллиард сомду түзүп, 2019 - жылга салыштырмалуу 51 миллиард сомго көбөйүүнү көрсөттү (Банкы, Отчет о стабильности финансового сектора Кыргызской Республики, 2021).

Кыргызстандагы коммерциялык банктардын туруктуулук феноменин банк секторунун ликвиддүүлүккө, финансылык рычагдарга жана капиталдын адекваттуулугуна байланыштуу негизги көрсөткүчтөрүнүн учурдагы деңгээли жөнгө салуучу тарабынан белгиленген ченемдерден дээрлик эки эсе жогору экендиги менен түшүндүрүүгө болот. Бул күтүлбөгөн жагдайларда бир кыйла бекем "аба жаздык" бар экенин көрсөтүп турат.

2019 - жылдан 2021 - жылдын биринчи жарым жылдыгына карата 12% ченеми менен Кыргызстандын банк секторунун капиталынын адекваттуулугунун деңгээли бир аз төмөндөдү – 24%дан 22,4%га, ликвиддүүлүк деңгээли 30% стандартында – 64%дан 62,3%, ал эми рычагдын коэффициенти 8% стандартында - 17,5тен 16%га чейин төмөндөдү (Банкы, Отчет о стабильности финансового сектора Кыргызской Республики, 2021).

Кыргыз Республикасынын банк секторунун активдеринин жана капиталынын кирешелүүлүгүнүн көрсөткүчтөрү 2020-жылы күтүлүп жаткан “төмөндөп кеткенине” карабастан, 2021-жылдын биринчи жарымында алар кризиске чейинки деңгээлге чейин калыбына келүүдө. 2021-жылдын биринчи жарым жылдыгында ROA 2019-жылдагы 1,2% маанисине чейин толук калыбына келтирилди, ал эми ROE дагы 7,6%га чейин калыбына келди (2019-жылы 7,7%) (Улуттук банктын бюллетени, 2021).

ҮЧҮНЧҮ БӨЛҮМ

БААЛУУ КАГАЗ РЫНОГУНУН ЭКОНОМИКАЛЫК ӨСҮҮГӨ ТААСИРИН ЭКОНОМЕТРИКАЛЫК АНАЛИЗДӨӨ

Диссертациялык иштин бул бөлүмүндө баалуу кагаздар рыногу менен экономикалык өсүш ортосундагы байланышты өнүккөн жана өнүгүп келе жаткан жалпы 21 өлкөнүн маалыматтарынын жардамы менен аныктоо, бул байланыштын багытын аныктоо жана ошондой эле өзгөрмөлөрдүн бири – бирин канчалык деңгээлде таасир бере тургандыгын аныктоо максатында жүргүзүлгөн эконометрикалык изилдөөнүн ыкмасына жана жыйынтыктарына орун берилген.

3.1. Изилдөөнүн максаты жана маселелери

Бул диссертациялык иштин башкы максаты – баалуу кагаздар рыногунун экономикалык өсүшкө тийгизген таасирин изилдөө болуп саналат. Анткени азыркы заманда кандай гана өлкө болбосун финансы рыноктун экономикалык өсүүдөгү ролу жогорулап келүүдө.

Изилдөөнүн негизги максаттарына жетүү үчүн төмөндөгүдөй *теориялык маселелерди* чечүү каралат:

- Баалуу кагаздар рыногунун экономикалык өсүшкө таасири түшүнүгүнүн концептуалдык негиздерин анализдөө;
- Баалуу кагаздар рыногунун өнүгүү жолун карап чыгуу;
- Баалуу кагаздар рыногу менен экономикалык өсүш байланышын карап чыгуу;
- Баалуу кагаз рыногунун азаюусуна себеп болгон пандемиялык кризистин кесепеттерин карап чыгуу;
- Экономикалык өсүүдө финансы рыногунун ролун талдоо.

Изилдөөнүн максатына жетүү үчүн төмөндөгүдөй *эмпирикалык маселелерди* чечүү каралат:

- Баалуу кагаздар рыногунун өнүгүшүнүн экономикалык өсүүгө тийгизген таасирин тастыктоо;
- Баалуу кагаздар рыногунун өнүгүшүнүн экономикалык өсүүгө таасиринин багытын жана деңгээлин тастыктоо.

3.2. Изилдөөнүн модели жана гипотезалары

Баалуу кагаздар рыногунун өнүгүшү менен экономикалык өсүү ортосундагы байланышты аныктоо максатта жасап жаткан бул изилдөөбүздө колдонулган өзгөрмөлөр жана өзгөрмөлөрдүн булактары 3.1.- таблицасында берилди:

Таблица 3.1. Анализде колдонулган өзгөрмөлөр

Өзгөрмөлөр	Өзгөрмөлөрдү кыскартуу	Өзгөрмөлөрдүн алынган булагы
Ички дүң продукт өсүү темпи	ИДП	Капитал рыногу мекемеси расмий баракчасы
Рынок капитализациясы / ИДП	КАП	
Баалуу кагаз рыногу жүгүртүү коэффициенти	ЖК	Дүйнөлүк банктын расмий баракчасы

Изилдөөнүн көз карандысыз чоңдугу катары рынок капитализациясы жана баалуу кагаз рыногу жүгүртүү коэффициенти, ал эми көз каранды чоңдук катары ички дүң продукт өсүү темпи кабыл алынды.

Изилдөөдө 1999-2019 мезгилине тийиштүү 21 өлкөнүн жылдык панел өзгөрмөлөрү менен өнүккөн, өнүгүп келе жаткан жана бардык өлкө топтору үчүн баалуу кагаз рыногу менен экономикалык өсүү ортосундагы байланышы аныкталды. Изилдөөдө баалуу кагаз рыногунун өкүлү болуп, баалуу кагаз

рыногунун капитализациясы жана жүгүртүү коэффициенти, ал эми экономикалык өсүүнүн өкүлү болуп ички дүң продукт көрсөткүчтөрү колдонулду.

Баалуу кагаздар рыногунун экономикалык өсүүгө таасирин тастыктоо максатында анализге киши башына ички дүң продукциясы көлөмү көрсөткүчүнүн эң жогору жана жогору болгон, экономикасы өнүккөн жана өнүгүп келе жаткан 21 өлкөлөрдүн маалыматтары алынды. Баалуу кагаздар рыногунун өнүгүшү үчүн колдонулган рынок капитализациясы жана баалуу кагаз жүгүртүү коэффициенти өзгөрмөлөрү жана экономикалык өсүүнүн көрсөткүчү катары колдонулган ички дүң продукт маалыматтары 11 өнүккөн, 10 өнүгүп келе жаткан өлкөлөрдөн, жалпы анализге алынган 21 өлкө төмөнкү таблицада берилди:

Таблица 3.2. Маалымат топтомун түзгөн өлкөлөр

Өнүккөн өлкөлөр	Өнүгүп келе жаткан өлкөлөр
Австрия	Аргентина
Америка Кошмо Штаттары	Бразилия
Англия	Индонезия
Германия	Малайзия
Греция	Мексика
Израиль	Перу
Ирландия	Тайланд
Италия	Түркия
Канада	Филиппин
Люксембург	Шри-ланка
Япония	

Изилдөөдө жогорудагы таблицада көрсөтүлгөн 21 өлкөлөрдүн 1999-2019 мезгилин камтыган, ИДП, КАП жана ЖК өзгөрмөлөрүнүн жылдык маалыматтарынан түзүлгөн маалымат топтому колдонулду. Жасалган анализдерде Eviews 10 эконометрикалык пакет программасы колдонулду.

3.3. Изилдөөнүн чектөөлөрү жана кабыл алынган шарттары

Изилдөөнүн чектөөсү болуп маалыматтардын өнүккөн, өнүгүп келе жаткан жана бардык өлкөлөр деп үч топко бөлүнгөндүгү саналат. Экинчиден, изилдөөнүн дагы бир маанилүү чектөөсү аныкталган чоң топтон чакан топтоу түзүү ыкмасына байланыштуу. Чоң топ болуп баалуу кагаздар рыногунун жалпы операциялары кабыл алынат. Ал эми үлгү масса катары рынок капитализациясы кабыл алынды. Кабыл алуу шарттары өнүккөн өлкөлөрдө жана өнүгүп келе жаткан өлкөлөрдө баалуу кагаздар рыногунун өнүгүшү ар башка таасирин тийгизет. Ошондуктан бардык өлкөлөрдө бирдей модель колдонулбайт жана сунушталбайт.

3.4. Изилдөөнүн ыкмасы

3.4.1. Маалымат топтоо ыкмасы

Баалуу кагаздар рыногунун өнүгүшүнүн экономикалык өсүүгө тийгизген таасири боюнча теориялык булактарды жана мурда жүргүзүлгөн изилдөөлөрдү талдоо менен бирге, баалуу кагаздар рыногунун өкүлү болгон рынок капитализациясы жана баалуу кагаз рыногу жүгүртүү коэффициенти өзгөрмөлөрү, экономикалык өсүштүн өкүлү болгон ИДП өзгөрмөсү тийиштүү өлкөлөрдүн капитал рыногу расмий баракчасынан жана дүйнөлүк банктын расмий баракчасынан алынган маалыматтардын негизинде ишке ашырылды.

Изилдөөдө колдонулган анализдердин тиешелүү статистикалык P өлчөө маанилери 1%, 5%, 10% ишеним коэффициенттери менен сыналды. Эгерде $P \geq 0,01$ (0,05;0,10) болсо, анда биз нөлдүк гипотезаны четке кага албайбыз, башкача айтканда нөлдүк гипотезабызды кабыл алабыз, демек жасала турчу анализдер маанилүү жана тастыкталышы үчүн $P \leq 0,01$ (0,05;0,10) болуп, альтернативдүү гипотезаны кабыл алуубуз керек.

Рынок капитализациясы - учурдагы рыноктук (алмашуу) баанын негизинде эсептелген объекттин наркы болуп саналат. Бул финансылык көрсөткүч рыноктук инструменттердин, субъекттердин жана рыноктордун жалпы наркын баалоо үчүн колдонулат (Н.И.Берзон, 2007).

Баалуу кагаздын рыноктук капитализациясы - белгилүү бир түрдөгү бир чыгарылган баалуу кагаздын рыноктук баасы аталат, ал эми эң көп колдонулган котировка биржа болуп саналат. Тагыраак айтканда, фондулук рыноктун рыноктук капитализациясы – бул рынокто сатылган баалуу кагаздардын жалпы рыноктук баасы.

Каржы тармагында компаниянын рыноктук капитализациясы анын акциялары менен ченелген жалпы наркын билдирет. Рыноктук капиталдаштыруу, же кыска рыноктук капкак, бир акциянын баасы жеткиликтүү акциялардын санына көбөйтүлгөнгө барабар. Мисалы, эгерде XYZ компаниясынын жүгүртүүдөгү 15 миллион акциясы болсо, алардын ар бири бир акция үчүн 7,50 долларга (АКШ доллары) бааланган болсо, анда XYZдин рыноктук капитализациясы 112,5 миллион долларды түзөт. Инвесторлор бул бааны компаниянын баасын аныктоонун бир жолу катары колдонушат. Албетте, акциянын баасы өзгөргөндүктөн, бул баалуулук күндөн күнгө өзгөрүп турат (J.B.Durham, 2002).

3.4.2. Изилдөөнүн чоң жана жана чакан топтору

Изилдөөнүн чоң тобу болуп 21 өлкөлөрдүн маалымат топтомдору аталды. Ал эми анын ичинде өнүккөн жана өнүгүп келе жаткан өлкөлөрдүн маалыматтары өз ара өзүнчө анализге алынды.

3.4.3. Маалыматтарды талдоодо колдонулган статистикалык ыкмалар

Топтолгон маалыматтар алгач тиешелүү түрдө Excel форматында алынып, компьютерге киргизилди. Маалыматтардын анализинде жана таблица, диаграммаларды түзүүдө Excel программасы колдонулду жана эконометрикалык анализ жасоо үчүн Eviews 10 программалык пакети колдонулду.

Баалуу кагаздар рыногунун өнүгүшү жана экономикалык өсүү ортосундагы байланышты аныктоо максатында, өзгөрмөлөр ортосунда алгач Панел Коинтеграция Анализи жасалмакчы. Ал эми коинтеграциянын аныкталышы абалында өзгөрмөлөр ортосунда себептүүлүктүн багытын аныктоо максатында болсо Панел Granger Себептүүлүк тести жасалмакчы жана акырында, баалуу кагаздар рыногунун өнүгүшүнүн көрсөткүчү болгон өзгөрмөлөрдүн, экономикалык өсүүгө кандай таасир берээрин аныктоо максатында Панел Регрессия модели жасалмакчы.

Убакыт өлчөмдөрүнө ээ болгон өзгөрмөлөрдү колдонуу менен экономикалык байланыштарды божомолдоо ыкмасына панел өзгөрмө анализи деп атайбыз. Бул анализде убакыт өлчөмдөрү менен өзгөрмөлөр ортого алынат. Панел өзгөрмөлөр методунун пайдалары төмөндө көрсөтүлмөкчү:

- Панелдик маалыматтар адамдар, фирмалар, өлкөлөр сыяктуу топтор менен убакыт ичинде бириккени үчүн гетерогендүү болушу;
- Панелдик маалыматтар колго алынган байкоолордун убакыт аралыгын бириктирип, көбүрөөк өзгөргүчтүк, өзгөрмөлөр ортосунда азыраак сызыктуулук, дагы да көбүрөөк эркиндик даражасы жана эффективдүү бир модель түзүп бериши;
- Кайталанган байкоолор менен иштегендиги үчүн, панел маалыматтары «өзгөрүү динамикасы» менен иштөөдө дагы да ыңгайлуу болушу;
- Панел маалыматтары бир гана байкоолор же бир гана убакыт аралыгында колго алына албаган таасирлерин жакшыраак божомолдойт жана өлчөйт;
- Панел маалыматтар бизге татаал жүрүм-турумга ээ болгон моделдер үстүндө иштөө мүмкүнчүлүгүн бериши менен өзгөчөлөнөт (Gujarati, 1995).

Баалуу кагаздар рыногунун өнүгүшү жана экономикалык өсүү ортосундагы байланышты аныктоо максатында, өзгөрмөлөр ортосунда узун убакыттык бир

байланыш бар экендиги анализденет. Бул темада жасалган изилдөөлөрүбүздө эң көп кездешкен панел маалыматтарынын коинтеграция анализи (P.Pedroni, 1999), Као жана Johansen Fisher анализдери экендиги ортого чыккан. Изилдөө эмгегибизде аты аталган өзгөрмөлөр ортосундагы коинтеграция Pedroni Коинтеграция Анализи менен белгиленет. Pedroni (1999) тарабынан түзүлгөн анализ (1) панел регрессиясынын интерпретациясы төмөндө берилди:

$$y_{it} = \alpha_{it} + \delta_{it}t + X_{it}\beta_i + e_{it} \quad (1)$$

Теңдемедеги y_{it} жана X_{it} ирээти менен $(N \times T) \times 1$ жана $(N \times T) \times m$ өлчөмүндөгү байкалуучу өзгөрмөлөрдү баса белгилөөдө. Pedroni Коинтеграция Анализи панел катарларында өз ара аракеттенүүчүлүк бир байланыштын болбогондугун текшерген бош гипотезанын асимптотик жана чексиз байкоо өзгөчөлүктөрүнүн божомолдоруна таянууда. Узун убакыт өз ара аракетенүү векторлорунда жана динамикалык моделдерде панел катарларын түзгөн өзгөрмө ортосундагы гетерогендүүлүктү өлчөөгө мүмкүнчүлүк берген бул анализ эки тест тобунан түзүлгөн. Алгачкы топту түзгөн тесттер панел v -статистикасы, панел p -статистикасы, панел PP-статистикасы жана панел ADF-статистикасы болуп төрт тесттен турат. Бул статистикалар, божомолдонгон өзгөрмөлөрүнүн бирдиктүү тамыр тести үчүн ар башка горизонталдуу өзгөрмөлөрү ортосунда авторегрессив коэффициенттерин бириктирүүдө. Экинчи топту түзгөн топтор болсо p -статистикасы группасы, PP-статистикасы группасы жана ADF-статистикасы группасы болуп үчкө бөлүнөт. Бул статистикалар да ар бир өзгөрмө үчүн өзүнчө божомолдонгон орточо божомол коэффициенттерине таянат (G.Y.Akinci, M Akinci, Ö.Yilmaz, 2013).

(P.Pedroni, 1999)тарабынан панел жана группа болуп эки топ түрүндө билдирилген тест статистикалары, ирээти менен (2), (3), (4), (5), (6), (7) жана (8) номерлери менен төмөндөгү теңдемелер менен эсептелет: (Pedroni, 1999, 660-6)

- Панел v -статистикасы:

$$Z_v = \left(\sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T \hat{L}_{11i}^{-2} \hat{e}_{i,t-1}^2 \right)^{-1} \quad (2)$$

- Панел p -статистикасы:

$$Z_p = \left(\sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T \hat{L}_{11i}^{-2} \hat{e}_{i,t-1}^2 \right)^{-1} \sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T \hat{L}_{11i}^{-2} (\hat{e}_{i,t-1} \Delta \hat{e}_{it} - \hat{\lambda}_i) \quad (3)$$

- Панел PP-статистикасы:

$$Z_t = \left(\hat{\sigma}^2 \sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T \hat{L}_{11i}^{-2} \hat{e}_{i,t-1}^2 \right)^{-1/2} \sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T \hat{L}_{11i}^{-2} (\hat{e}_{i,t-1} \Delta \hat{e}_{it} - \hat{\lambda}_i) \quad (4)$$

- Панел ADF-статистикасы:

$$Z_t^* = \left(\hat{S}^{*2} \sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T \hat{L}_{11i}^{-2} \hat{e}_{i,t-1}^2 \right)^{-1/2} \sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T \hat{L}_{11i}^{-2} \hat{e}_{i,t-1}^* \Delta \hat{e}_{it}^* \quad (5)$$

- p -статистикасы группасы:

$$\hat{Z}_p = \sum_{i=1}^N \left(\sum_{t=1}^T \hat{e}_{i,t-1}^2 \right)^{-1} \sum_{t=1}^T (\hat{e}_{i,t-1} \Delta \hat{e}_{it} - \hat{\lambda}_i) \quad (6)$$

- PP-статистикасы группасы:

$$\hat{Z}_t = \sum_{i=1}^N \left(\hat{\sigma}^2 \sum_{t=1}^T \hat{e}_{i,t-1}^2 \right)^{-1/2} \sum_{t=1}^T (\hat{e}_{i,t-1} \Delta \hat{e}_{it} - \hat{\lambda}_i) \quad (7)$$

- ADF-статистикасы группасы:

$$\hat{Z}_t^* = \sum_{i=1}^N \left(\hat{S}_i^2 \sum_{t=1}^T \hat{e}_{i,t-1}^{*2} \right)^{-1/2} \sum_{t=1}^T (\hat{e}_{i,t-1}^* \Delta \hat{e}_{it}^*) \quad (8)$$

Бул теңдемелерде орун алган $\hat{e}_{it}$, (2) номердеги теңдемеден келип чыккан калдык нарктарын жана $\hat{L}_{11i}^{-2}$ болсо $\Delta \hat{e}_{it}$ үчүн божомолдонгон узун убакыттагы ковариация матрицаларын чагылдырат. Ал эми $\hat{\sigma}_i^2$ жана $\hat{S}_i^2$ ($\hat{S}_i^{*2}$) болсо ирээти

менен бирдиктүү i үчүн узун убакыт жана убактылуу вариацияларды көрсөтөт. Бул жети тест асимптотикалык стандарт нормалдуу бөлүнүш касиеттерин өзүнө камтыйт. Панел v -статистикасында ортого чыккан чоң позитивдүү маанилер жыйынтыгында өз ара аракеттенүүнүн болбогондугун чагылдырган бош гипотезасы четке кагылганда, калган статистикаларда болсо ортого чыккан чоң негативдүү маанилер жыйынтыгында бош гипотеза четке кагылышы мүмкүн.

Баалуу кагаздар рыногунун өнүгүшүнүн көрсөткүчү болгон өзгөрмөлөр менен, экономикалык өсүү ортосундагы узун убакыттык байланыштын аныкталышынан кийин, өзгөрмөлөр ортосунда себептүүлүктүн багытын аныктоо максатында, (C.W.J.Granger, Investigating Causal Relations by Econometric Models and Cross-Spectral Methods, 1969; C.W.J.Granger, Spectral Analysis of Economic Time Series , 1964) тарабынан иштелип чыккан жана (J.A.Hamilton, 1994) тарабынан иштелип чыккан Granger Себептүүлүк Тести колдонулмакчы. Granger себептүүлүгүндө X жана Y эки өзгөрмө ортосундагы байланыштын багыты изилденет. Эгерде учурдагы Y мааниси, X өзгөрмөсүнүн учурдагы маанисине караганда, өткөн мезгилдеги маанилери менен дагы да жакшы божомолдонуп жатса, X өзгөрмөсүнөн Y өзгөрмөсүнө карай түз Granger себептүүлүк байланышы бар болот (W.W.Charemza, D.F.Deadman, 1993). Себептүүлүктүн багытын белгиленишинде (9) жана (10) номериндеги теңдемелер колдонулат.

$$Y_t = \sum_{i=1}^n \alpha_i Y_{t-i} + \sum_{i=1}^n \beta_i X_{t-i} + u_{1t} \quad (9)$$

$$X_t = \sum_{i=1}^n \alpha_i X_{t-i} + \sum_{i=1}^n \beta_i Y_{t-i} + u_{2t} \quad (10)$$

Бул жерде u_{1t} жана u_{2t} стандарттык каталардын бири-бирине тиешеси жок деп эсептелүүдө жана (9) жана (10) номериндеги теңдемелердин өзгөрмөлөрүнүн

өткөн мезгилдеги маанилерине байланыштуу болгонунча, өзүнүн маанилеринин да бир функциясы болуп эсептелет.

Баалуу кагаздар рыногу өнүгүшүн көрсөткүчү болгон өзгөрмөлөр менен экономикалык өсүү ортосундагы таасирдин позитивдүү же негативдүү багытын белгилөө максатында Панел Регрессия анализи жасалат. Стандарт бир панел маалыматтар анализинде көз каранды өзгөрмөсү болуп N санында жеке жактын T мезгили убакыт катарлары маалыматтары колдонулуп анализ жасалмакчы жана жалпылап панел маалымат анализи үчүн түзүлгөн теңдеме (11) номериндеги барабарсыздык менен түшүндүрүлөт (V.Кауа, Ö.Yılmaz, 2006).

$$Y_{it} = \beta_{1it} + \beta_{2it}X_{2it} + \beta_{3it}X_{3it} + \varepsilon_{it} \quad t = 1 \dots T \text{ жана } i = 1 \dots N$$

(11)

Панел маалымат анализинин эң жөнөкөй түрү (12) номеринде көрсөтүлгөндөй коэффициенттердин баары горизонталдуу бирдиктер үчүн туруктуу кармалган абалы болуп саналат.

$$Y_{it} = \beta_1 + \beta_2X_{2it} + \beta_3X_{3it} + \varepsilon_{it} \quad (12)$$

Бирок көз карандысыз өзгөрмөлөрдүн ар башка респонденттерге ар башка таасир берээрине ишенсек (12) номериндеги теңдеме жетишсиз болуп калат. Бул учурда салыштырылып жаткан негизги көйгөйүнүн башы β_1 кандай аталышында турат. Алгач, бардык респонденттер үчүн туруктуу же болбосо мындай чектөө коюлбай, ар башка респонденттер үчүн ар башка башталыш чекитинин болушуна шарт түзүү болуп саналат. Бул көз карашта, башталыш чекитинин белгилениши үчүн «туруктуу таасирлер модели» жана «кокусунан таасирлер модели» болуп эки альтернативдүү метод колдонулат. Панел маалыматтар анализинде, коэффициенттердин респонденттерге же болбосо респондент менен убакытка жараша өзгөргөндүгүн кабыл алган моделдерге «туруктуу таасирлер модели» деп

аталат. Моделдин жалпы формуласы, респонденттер ортосундагы айырмалар, туруктуу мүчөдө ортого чыккан айырмачылыктар менен кездешет деген көз карашты колдойт. Демек, бул моделдерде бир гана туруктуу мүчө өзгөрүлүүдө жана туруктуу мүчө убакытка карай эмес, горизонталдуу өзгөрүүлөрдү көрсөтүүдө. Тагыраак айтканда, убакыт аралыгы туруктуу өзгөрмө тарабынан сакталышына карабастан, респонденттер ортосундагы жүрүм-турумдарында айырмачылык көрсөтүүдө (M.V.Pazarlıoğlu, Ö.K.Gürler, 2007)). Туруктуу таасирлер модели жалпыланып (13) номериндеги теңдеме аркылуу чагылдырылды (G.Judge, 1985)

$$y_{it} = \bar{\beta} + \alpha_i + \beta_1 X_{1it} + \dots + \beta_k X_{kit} + \varepsilon_{it} \quad i = 1, 2, \dots, G \text{ жана } t = 1, 2, \dots, N \quad (13)$$

y_{it} - көз каранды өзгөрмө;

$\bar{\beta}$ - орточо туруктуу мүчө;

α_i - i респонденти үчүн орточо туруктуу мүчөнүн айырмасы;

X_{it} - көз карандысыз өзгөрмөлөр;

i - горизонталдуу респонденттер;

t - убакыт;

ε_{it} - ката мүчөсүн көрсөтөт.

(13) номериндеги теңдемеде орун алган ката мүчөсү менен түшүндүрмө өзгөрмөлөрү ортосунда бир байланыштын бар экендиги жана респонденттер санынын аз жана байкоолордун саны көп болгон учурда туруктуу таасирлер моделин колдонуу туура жана ыңгайлуу болуп саналат.

Кокусунан таасирлер модели болсо «ката компоненттери ыкмалары» деп да аталат. Кокусунан таасирлер моделинде ар бир респонденттер үчүн ар түрдүү тренд маанилеринин, бул тренд маанилеринин убакыт ичинде туруктуу калышы жана

түшүндүрмө өзгөрмөлөрү ортосунда убактылуу байланыш бар экендиги ортого коюлат. Бул көз карашта, кокусунан таасирлер моделинин негизги айырмачылыгы; горизонталдык респонденттер үчүн жарактуу болгон тренд маанилеринин, α сыяктуу орток бир тренд маанисинен келип чыгышы эсептелет. Жана ошондой эле туш келди өзгөрүүлөрдү ортого алып келген ε_i өзгөрмөсүнүн горизонталдуу респонденттер боюнча өзгөрүлүп, белгилүү бир мезгил аралыгында туруктуу калат. Демек ε_i , орток тренд мааниси болгон α дан эсептелине алчу ар бир респонденттердин туш келди өзгөрүшүн өлчөөдө (C.Brooks, 2008). Кокусунан таасирлер модели жалпысынан (14) номериндеги барабарсыздык аркылуу көрсөтүлдү: (M.Wooldridge, 2009)

$$y_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{1ij} + \dots + \beta_k X_{kij} + \alpha_i + \varepsilon_{it} \quad (14)$$

3.5. Изилдөөнүн жыйынтыктары

Анализге алынган маалыматтар инфляция эске алынып, инфляция деңгээли алынып салынды жана керектүү эконометрикалык сыноолордон өттү. Баалуу кагаздар рыногунун өнүгүшү жана экономикалык өсүү ортосундагы байланышты аныктоо үчүн, алгач болуп эки критерий ортосунда узун убакыттык бир байланышты аныктоо максатында Pedroni коинтеграция анализи колдонулду. Өзгөрмөлөр ортосундагы себептүүлүктүн багытын аныктоо үчүн панел Granger себептүүлүк тести жана аягында өзгөрмөлөрдүн таасирин аныктоо максатында болсо панел регрессия анализи жасалды.

Бардык анализдерде колдонулган өлкөлөр, өнүккөн өлкөлөр, өнүгүп келе жаткан өлкөлөр жана бардык өлкөлөр деп үч топко бөлүнүп каралды жана бул үч топ үчүн жогорудагы аталган анализдер жасалып, өлкө топтору арасында айырмачылыктар бар же жок экендигин белгилөө иштери жасалды. Эконометрикалык анализдерде колдонулган өзгөрмөлөрдүн туруктуу касиетине ээ болушу абдан маанилүү болуп саналат. Туруктуу болбогон өзгөрмөлөр менен жасалган анализдер болсо туура эмес жыйынтыктарды берип калат. Туруктуу

болбогон маалыматтар менен жасалган изилдөөлөрдө колдонулган өзгөрмөлөр ортосунда келип чыккан байланыш ишеничтүү эмес жыйынтыктарга алып келет. Ошол себептүү анализ жасоодон мурун өзгөрмөлөрдүн туруктуулугун көзөмөлдөө керек. Ал үчүн өзгөрмөлөрдүн бирдиктүү тамыр тести жасалат.

3.3. - таблицада, өлкө топторуна көңүл бурулуп жасалган жана бул өлкө топторунун панел өзгөрмөлөрүнө тийиштүү бирдиктүү тамыр тестинин жыйынтыктары берилди. Бирдиктүү тамыр тестинин жыйынтыктарына карата үч өлкө тобу үчүн колдонулган ИДП, КАП жана ЖК өзгөрмөлөрүнүн деңгээл маанисинде туруктуу экендиги келип чыкты. Башкача айтканда бош гипотеза четке кагылат, альтернативдүү гипотеза кабыл болот, же болбосо өзгөрмөлөр бирдиктүү тамырга ээ эмес.

Гипотезаларыбыз төмөндө берилди:

$H_0: \delta = 0$ Туруктуу эмес (Бирдиктүү тамырга ээ)

$H_1: \delta \neq 0$ Туруктуу (Бирдиктүү тамырга ээ эмес)

Таблица 3.3. Өлкө топторуна карата панелдик маалыматтардын бирдиктүү тамыр тести жыйынтыктары

ӨНУККОН ӨЛКӨЛӨР					
Метод	Өзгөрмө	t статистикасы	P	Өлкө саны	Байкоо саны
Levin, Lin and Chu	ИДП	-4.490 ^(a)	0,000	11	228
	КАП	-9.054 ^(a)	0,000	11	230
	ЖК	19.802 ^(a)	0,000	11	225
ӨНУГУП КЕЛЕ ЖАТКАН ӨЛКӨЛӨР					
Метод	Өзгөрмө	t статистикасы	P	Өлкө саны	Байкоо саны
Levin, Lin and Chu	ИДП	-9.511 ^(a)	0,000	10	207
	КАП	-4.808 ^(a)	0,000	10	209
	ЖК	-8.025 ^(a)	0,000	10	210
БАРДЫК ӨЛКӨЛӨР					
Метод	Өзгөрмө	t статистикасы	P	Өлкө саны	Байкоо саны
Levin, Lin and Chu	ИДП	-5.080 ^(a)	0,000	21	438
	КАП	-3.632 ^(a)	0,000	21	435
	ЖК	-2.948 ^(a)	0,000	21	439

Таблицада орун алган ^(a) белгиси тиешелүү өзгөрмөнүн ирээти менен 1% ишеним деңгээлинде туруктуу экенин билдирет. Статистикалык маанилердин эсептелишинде керектүү кечигүү узундугун тандоодо SIC критерийи колдонулду.

Панелдик маалымат өзгөрмөлөрү ортосунда узун убакыттык бир байланыштын болушу, бул эки өзгөрмө ортосунда эң азында бир тараптуу болсо да себептүүлүк байланышынын болуу ыктымалын ортого коюуда. Granger Себептүүлүк Тестин жасоо үчүн ар бир өлкө тобу үчүн түзүлө турчу моделдеринин ыңгайлуу кечигүү узундугунун белгиленүүсү керек. Өлкө группалары үчүн түзүлгөн моделдердин ыңгайлуу кечигүү узундуктары моделдердин эң төмөнкү мааниге ээ болгон критерийи менен белгиленүүсү керек. 2-таблицада, өнүккөн, өнүгүп келе жаткан жана бардык өлкөлөр орун алган моделдерден алынган Schwartz Критерийи маанилери көрсөтүлдү.

3.4.-таблицаны талдаганыбызда, себептүүлүк тести үчүн колдонула турган, эң төмөн критерий маанилерине ээ болгон ыңгайлуу кечигүү узундуктары өнүккөн өлкөлөр, өнүгүп келе жаткан өлкөлөр жана бардык өлкөлөр үчүн «2» деп табылганын байкайбыз.

Таблица 3.4. Өлкө топторуна карата ыңгайлуу кечигүү узундуктары

Кечигүү узундуктары	Schwartz Критерийи (SC)		
	Өнүккөн Өлкөлөр	Өнүгүп Келе Жаткан Өлкөлөр	Бардык Өлкөлөр
0	0,944	0,657	0,753
1	1,082	-0,211	0,874
2	0,045	-1,730	-1,106
3	1,502	-0,972	-0,344
4	1,477	-1,005	-0,691
5	0,985	0,546	-0,147

3.5. – таблицада өлкө топтору үчүн Pedroni коинтеграция тестинин жыйынтыктары берилди.

Коинтеграция тестине ылайык гипотезалар төмөндө берилди:

H_0 : Коинтеграция жок

H_1 : Коинтеграция бар

Таблица 3.5. Pedroni коинтеграция тести жыйынтыктары

Өнүккөн өлкөлөр		
Тест	Статистикалык мааниси	P
Панел ν статистикасы	-1,715	0,956
Панел ρ ho статистикасы	-1,352	0,088
Панел PP статистикасы	-4,534 ^(a)	0,000
Панел ADF статистикасы	-5,092 ^(a)	0,000
ρ ho статистикасы группасы	0,361	0,641
PP статистикасы группасы	-4,382 ^(a)	0,000
ADF статистикасы группасы	-4,350 ^(a)	0,000
Өнүгүп келе жаткан өлкөлөр		
Тест	Статистикалык мааниси	P
Панел ν статистикасы	-1,920	0,973
Панел ρ ho статистикасы	-2,683 ^(a)	0,004
Панел PP статистикасы	-6,316 ^(a)	0,000
Панел ADF статистикасы	-6,303 ^(a)	0,000
ρ ho статистикасы группасы	-1,213	0,113
PP статистикасы группасы	-6,647 ^(a)	0,000

<i>ADF</i> статистикасы группасы	-6,496 ^(a)	0,000
Бардык өлкөлөр		
Тест	Статистикалык мааниси	P
Панел <i>v</i> статистикасы	-1,248	0,896
Панел <i>rho</i> статистикасы	-1,956	0,056
Панел PP статистикасы	-5,002 ^(a)	0,000
Панел <i>ADF</i> статистикасы	-4,432 ^(a)	0,000
<i>rho</i> статистикасы группасы	-1,984	0,112
<i>PP</i> статистикасы группасы	-5,141 ^(a)	0,000
<i>ADF</i> статистикасы группасы	-5,325 ^(a)	0,000
Коинтеграция байланыштарынын бар экендигин белгилөө максатында эсептелген статистикалык маанилер, Barlett Kerneli эске алуу менен Newey-West Bandwith тандоосуна карата белгиленди. Таблицадагы ^(a) белгиси болсо, тийиштүү статистиканын 1% ишеним деңгээлинде мааниге ээ экендигин көрсөтөт.		

Жогорудагы таблицада Коинтеграция тестинин жыйынтыктарын көрүүдөбүз. Өнүккөн өлкөлөр тобунда Панель PP, ADF статистикасы жана PP, ADF статистикасы коэффициенттеринин маанилери 1 пайыздык ишеним деңгээлинде маанилүү чыкты. Башкача айтканда, альтернативдүү гипотезаны кабыл алабыз. Бул болсо өзгөрмөлөр ортосунда коинтеграция байланышы бар экендигин билдирет.

Өлкө топторунун панелдик маалыматтар өзгөрмөлөрү үчүн жасалган Granger себептүүлүк тестинин жыйынтыктары 3.6 - таблицада берилди.

Таблица 3.6. Өлкө топторуна карата Granger себептүүлүк тестинин жыйынтыктары

ӨНÜККӨН ӨЛКӨЛӨР			
Өзгөрмөлөр	Себептүүлүктүн багыты	F статистикасы	P
КАП – ИДП	→	7,708 ^(a)	0,000
ИДП – КАП	→	2,562 ^(c)	0,091
ЖК – ИДП	--	1,476	0,296
ИДП - ЖК	→	2,635 ^(c)	0,075
ӨНÜГҮП КЕЛЕ ЖАТКАН ӨЛКӨЛӨР			
Өзгөрмөлөр	Себептүүлүктүн багыты	F статистикасы	P
КАП – ИДП	--	28,821	1,986
ИДП – КАП	→	8,078 ^(a)	0,000
ЖК – ИДП	→	2,421 ^(c)	0,075
ИДП - ЖК	→	3,608 ^(b)	0,039
БАРДЫК ӨЛКӨЛӨР			
Өзгөрмөлөр	Себептүүлүктүн багыты	F статистикасы	P
КАП – ИДП	→	6,843 ^(a)	0,003
ИДП – КАП	→	4,194 ^(a)	0,000
ЖК – ИДП	--	-1,493	0,135
ИДП - ЖК	→	2,904 ^(b)	0,045
(a), (b) жана (c) белгилери ирээти менен 1% , 5% жана 10% ишеним деңгээлинде мааниге ээ экендигин түшүндүрөт.			

Анализде колдонулган маалыматтар арасында коинтеграция байланышы бар экендигин 3.6.-таблицадан көрүүгө болот. Өнүккөн өлкөлөр үчүн

статистикалык 1% ишеним деңгээлинде, КАП тан ИДП га түз, 10% ишеним деңгээлинде ИДП дан КАП ка түз жана ИДП дан ЖК га түз бир себептүүлүктүн бар экендиги орто чыкты. Башкача айтканда, өнүккөн өлкөлөрдө баалуу кагаздар рыногунун капитализациясы менен экономикалык өсүү ортосунда эки багыттуу бир байланыш, экономикалык өсүүдөн баалуу кагаз жүгүртүү коэффициенти бир багыттуу бир себептүүлүк бар. Экономикалык өсүү менен баалуу кагаздар рыногу капитализациясы карама-каршылыктуу бири-бирине таасир берет. Өзгөчө, экономикалык өсүү баалуу кагаздар рыногунун жүгүртүү коэффициенти бир багыттагы себеби болуп саналат. Өнүгүп келе жаткан өлкөлөр анализденгенде болсо ИДП дан КАП ка түз, статистикалык 1% ишеним деңгээлинде бир багыттуу бир себептүүлүк, ЖК дан ИДП га карай статистикалык 10% ишеним деңгээлинде жана ИДП дан ЖК га карай 5% ишеним деңгээлинде бир себептүүлүк көрүнүп турат. Өнүгүп келе жаткан өлкөлөрдө экономикалык өсүү баалуу кагаз рыногу капитализациясынын, баалуу кагаз рыногунун жүгүртүү коэффициенти менен экономикалык өсүү болсо карама-каршы түрүндө бири-биринин себеби болуп саналат. Бардык өлкө тобу үчүн болсо КАП тан ИДП га статистикалык 1% ишеним деңгээлинде себептүүлүк бар жана ошондой эле ИДП дан КАП ка карай түз бир себептүүлүк бар.

Өнүккөн өлкөлөрдө баалуу кагаздар рыногу капитализациясын жогорулатуу менен экономикалык өсүүгө пайдасын тийгизе алабыз. Өзгөчө, экономикалык өсүүгө шарт түзүлүп, баалуу кагаздар рыногу капитализациясынын жана жүгүртүү коэффициенти жогорулашы мүмкүн болот. Өнүгүп келе жаткан өлкөлөрдө, баалуу кагаздар рыногу жүгүртүү коэффициенти жогорулатуу менен экономикалык өсүүгө шарт түзө алабыз. Экономикалык өсүүнүн ишке ашырылышы менен, баалуу кагаздар рыногунун капитализациясынын жана жүгүртүү коэффициенти көтөрүлүшү аныкталды. Жалпылап айтканда, өнүккөн жана өнүгүп келе жаткан бардык өлкөлөр көз карашынан каралганда, экономикалык өсүүнүн ишке ашуусу менен баалуу кагаздар рыногунун капитализациясын көтөрүүгө мүмкүн болушу аныкталды.

$$\text{ИДП} = \beta_1 + \beta_2 \text{КАП} + \beta_3 \text{ЖК} + \varepsilon_i \quad (15)$$

Изилдөөнүн акыркы этабында КАП жана ЖК өзгөрмөлөрүнүн, ИДП карата таасирин белгилөө максатында Панел Регрессия Анализи жасалды. Бул максат менен өнүккөн, өнүгүп келе жаткан жана бардык өлкөлөргө (15) номердеги модель үчүн Hausman тести жасалды. Hausman тестинен кийин, өлкө топтору үчүн (15) номердеги модели божомолдонуп жана жыйынтыктар 3.7. - таблицада көрсөтүлдү.

Таблица 3.7. Панел регрессия анализинин жыйынтыктары

ӨНУККӨН ӨЛКӨЛӨР (Кокусунан таасирлер модели)				
Өзгөрмөлөр	Коэффициенттер	Стандарттык ката	Т статистикасы	Р
КАП	0,032	2,137	6,843 ^(a)	0,000
ЖК	0,003	9,497	4,194	0,127
С	0,041	5,021	-1,493	0,431
$R^2 = 0,03$ $F = 2,46$ $Prob. = 0,086$ $DW = 1,28$				
Hausman Тести = Chi – Sq Статистикасы: 2,801 (0.141)				
ӨНУГУП КЕЛЕ ЖАТКАН ӨЛКӨЛӨР (Туруктуу таасирлер модели)				
Өзгөрмөлөр	Коэффициенттер	Стандарттык ката	Т статистикасы	Р
КАП	0,130	0,396	3,290 ^(a)	0,001
ЖК	0,022	0,602	4,442 ^(c)	0,048
С	-0,093	0,492	-1,813	0,169
$R^2 = 0,14$ $F = 2,12$ $Prob. = 0,011$ $DW = 2,08$				
Hausman Тести = Chi – Sq Статистикасы: 15,193 (0,000)				
БАРДЫК ӨЛКӨЛӨР (Туруктуу таасирлер модели)				

Өзгөрмөлөр	Коэффициент тер	Стандарттык ката	Т статистикасы	Р
КАП	0,034	1,075	2,907	0,000
ЖК	0,050	0,288	2,410	0,032
С	0,144	4,475	3,956	0,079
$R^2 = 0,11$ $F = 2,67$ $Prob. = 0,018$ $DW = 3,01$				
Hausman Тести = Chi – Sq Статистикасы: 11,598 (0,001)				

Панел регрессия анализинин жыйынтыктары жогорудагы таблицада берилди. Регрессия анализинин жыйынтыгы көрсөткөндөй өнүккөн өлкөлөр тобу үчүн регрессия божомолунан мурда Hausman тестинин жыйынтыгында H_0 гипотезасы жокко чыгарылды. Ошондой эле модель божомолунда Кокусунан Таасирлер Модели тандалып алынды. Моделди божомолдоо жыйынтыгында, түзүлгөн модель статисткалык 10% ишеним деңгээлинде маанилүү экендиги келип чыкты. Моделде көз карандысыз өзгөрмөлөрдүн ичинен КАП өзгөрмөсү болсо 1% ишеним деңгээлинде маанилүү, ал эми ЖК өзгөрмөсү болсо статисткалык мааниге ээ эместиги келип чыкты. Божомолдун жыйынтыгына караганда, КАП гы ортого чыкчу «1» бирдик өзгөрүүлөр, ИДП дагы «0,032» биримдик позитивдүү өзгөрүүлөргө жол ачат.

Өнүгүп келе жаткан өлкөлөр тобу үчүн жасалган Hausman тестинин жыйынтыгында H_0 гипотезасы кабыл алынып, регрессия анализи үчүн Туруктуу Таасирлер Модели тандалып алынды. Моделди божомолдоо анализинин жыйынтыгында, түзүлгөн модель статисткалык 5% ишеним деңгээлинде маанилүү экендиги келип чыкты. Моделде көз карандысыз өзгөрмөлөрдүн ичинен КАП өзгөрмөсү болсо 1% ишеним деңгээлинде маанилүү, ал эми ЖК өзгөрмөсү болсо статисткалык 5% ишеним деңгээлинде маанилүү экендиги келип чыкты. Божомолдун жыйынтыгына караганда, КАП гы ортого чыкчу «1» бирдик өзгөрүүлөр, ИДП дагы «0,130» биримдик позитивдүү өзгөрүүлөргө жол ачат. Ал эми ЖКдагы ортого чыкчу «1» бирдик өзгөрүүлөр, ИДП дагы «0,022» биримдик позитивдүү өзгөрүүлөргө жол ачат.

Бардык өлкөлөр тобу үчүн болсо жасалган Hausman тестинин жыйынтыгында H_0 гипотезасы кабыл алынып, регрессия анализи үчүн Туруктуу Таасирлер Модели тандалып алынды. Моделди божомолдоо анализинин жыйынтыгында, түзүлгөн модель статистикалык 5% ишеним деңгээлинде маанилүү экендиги келип чыкты. Моделде көз карандысыз өзгөрмөлөрдөн КАП өзгөрмөсү 1% ишеним деңгээлинде маанилүү, ал эми ЖК өзгөрмөсү болсо статистикалык 5% ишеним деңгээлинде маанилүү экендиги ортого чыкты. Божомолдун жыйынтыгына караганда, КАП гы ортого чыкчу «1» бирдик өзгөрүүлөр, ИДП дагы «0,034» биримдик позитивдүү өзгөрүүлөргө, ал эми ЖКдагы ортого чыкчу «1» бирдик өзгөрүүлөр, ИДП дагы «0,050» биримдик позитивдүү өзгөрүүлөргө жол ачаары белгилүү болду.

Жалпылап айтканда, регрессиялык анализдин жыйынтыктары талданганда үч өлкө тобу үчүн тең баалуу кагаздар рыногунун капитализациясындагы өсүүлөр экономикалык өсүшкө позитивдүү таасир берээри аныкталды. Демек, биз баалуу кагаздар рыногунун экономикалык өсүүгө оң таасир берээрин тастыктаган соң Кыргызстан баалуу кагаздар рыногунун өнүгүүсү да экономикалык өсүүгө оң таасир берет деп айта алабыз. Кыргыз фондулук биржасынын көлөмү жана алып-сатуу көлөмдөрү кичине болгонуна карабастан, өлкө экономикасына өз таасирин берет.

КОРУТУНДУ ЖАНА СУНУШТАР

Баалуу кагаздар рыногунун эффективдүү иштеши маанилүү макроэкономикалык функцияны аткарат. Баалуу кагаздар инструментин өздөрүнүн бош жаткан каражаттарынын трансформациясы үчүн юридикалык жана физикалык жактар колдонушат. Анализ жыйынтыгында фондулук рынок рыноктук экономикада финансылык ресурстардын агымы көз карашында экономиканын өнүгүүсүндө маанилүү ролду ойнойт. Кыргыз Республикасында көптөгөн минустарга карабай баалуу кагаздар рыногу жакшы натыйжаларга да жетишип келүүдө. Баалуу кагаздардын негизги бөлүгү мамлекеттик баалуу кагаздар болгону, инвесторлордун рисктен качкандыгын билдирет. Көптөгөн ата-мекендик инвесторлордун да ишкана жана акционерлик коомдорго болгон ишениминин төмөндүгүн билдирет. Калктын финансылык сабатсыздыгы баалуу кагаздар рыногунун өнүгүүсүндө тоскоолдуктарды жаратууда. Себеп дегенде, калктын колундагы бош жаткан акча каражаттары иштетилбей келе жатат. Кыргызстанда баалуу кагаздар рыногунун өнүгүүсү үчүн эң эле алгач калктын финансылык сабаттуулугун жогорулатуу керек. Муну, мамлекет атайын борборлорду ачуу менен, маалыматты таратуу менен ишке ашыра алат. Баалуу кагаздар рыногун өнүктүрүү үчүн укуктук базаны күчөтүп, мамлекет инвесторлордун кызыкчылыктарын коргоочу саясатын иштеп чыгуусу керек. Азыркы күндө мындай саясаттар бар. Бирок алардын эч кандай кепилдиги жок болгондуктан инвесторлор каражаттарын жоготуп коюудан коркушат. Фондулук биржанын отчеттуулугуна контролду күчөтүү жана маалыматтык ачыктыкты камсыз кылуусу керек. Корпоративдик башкаруу боюнча чет өлкөлөрдүн тажрыйбасына таянуу менен аны колдонуу керек. Өлкөбүздө баалуу кагаздар рыногунда өнөр жай жана кызмат көрсөтүү секторлорунун үлүшү аябай төмөн. Негизги үлүштү финансылык сектор ээлейт. Кыргыз Республикасынын банк секторунун таасири бар. Өлкөбүздө банк секторунун иш аракети стабилдүү жана өнүгүүдө.

Баалуу кагаздар рыногу инвестиция тартууда эң эффективдүү жол болуп саналат жана анын эң негизги функциясы болуп бош жаткан каражаттарды топтоо

эсептелет. Бош каражаттарды топтоо менен майда салымдар чогулуп отуруп, чоң капиталдык каржылоонун пайда болушу жана кайра бөлүштүрүү аркылуу ал каражаттардын рационалдуу жана эффективдүү бөлүштүрүлүшү жүрөт. Дүйнөлүк тажрыйба көрсөткөндөй фондулук рыногу өнүккөн өлкөлөрдүн экономикасы да күчтүү. Ошол себептүү баалуу кагаздар рыногунун мааниси күндөн күнгө өсүүдө. Ички инвестицияны күчөтүү менен калктын экономикалык активдүүлүгүн арттыруу керек. Муну болсо баалуу кагаздар менен натыйжалуу ишке ашыра алабыз.

Баалуу кагаздар рыногунун иш алып баруусун ийгиликтүү болушун камсыз кылган эч кандай бир бирдиктүү модель жок. Практикада да кайсыл бир өлкөнүн модели туура иш алып баруусунан же ийгиликтүү болушунан улам аны тууроо, же ошого салыштыруу менен иш алып баруу туура эмес деп эсептелинет жана сунушталбайт.

Баалуу кагаздар рыногу азыркы экономикада болуп жаткан ар кандай процесстердин эффективдүү регулятору болуп саналат. Алардын арасынан эң маанилүүсү болуп капиталды инвестициялоо процесси саналат. Себеби капиталдын кыймылы ашыкча капиталды өндүрүш секторлорунундагы жетишсиз капиталга агуусун камсыз кылат. Бул болсо практикада фондулук рыногу жардамы менен рыноктук экономикада капиталдын негизинен коомго керектүү болгон өндүрүштөргө бөлүштүрүлүшүнө шарт түзөт. Мындай бөлүштүрүү натыйжасында коомдук өндүрүштүн оптималдуу структурасы пайда болот. Себеби ал коомдук талапка ылайыкташа баштайт.

Жүргүзүлгөн изилдөөнү жыйынтыктап айтканда, баалуу кагаздар рыногунун өнүгүшү менен экономикалык өсүү ортосунда узун убакыттык бир байланыш бар экендиги, өнүккөн өлкөлөр үчүн баалуу кагаздар рыногунун өнүгүшүнүн маанилүү критерийи болгон рынок капитализациясынын экономикалык өсүүгө таасир берээри аныкталды. Өнүккөн өлкөлөрдө экономикалык өсүү баалуу кагаз рыногу капитализациясын да, жүгүртүү коэффициентин да жогорулаткандыгы, өнүгүп келе жаткан өлкөлөрдө болсо

баалуу кагаз рыногу жүгүртүү коэффициентинин экономикалык өсүүнү жана экономикалык өсүүнүн баалуу кагаз рыногу жүгүртүү коэффициентин жогорулатуусу жана рынок капитализациясынын өнүгүшүнө жол ачуусу келип чыкты. Баалуу кагаз рыногу капитализациясынын экономикалык өсүүгө позитивдүү багытта таасир берүүсүн эске алуу менен өлкөдөгү экономикалык саясаттар өнүгүүгө жол ачуу максатта финансы рынокторун кеңейтүүчү чечимдерди кабыл алуусу керек. Өлкөнүн экономикалык абалына карата акча саясаты, фискалдык саясат жүргүзүүдө финансы рыногун кеңейтүүчү механизмдерди кеңейтүү менен экономикалык өсүүгө оң таасир бере алабыз. Башкача айтканда өлкөдөгү жүргүзүлгөн саясатка жараша, колдонулган инструменттер аркылуу түздөн түз экономикалык өсүүгө, баалуу кагаздар рыногунун өнүгүшүнө жол ача алабыз. Колдонулган саясаттын инструменттери аркылуу гана эмес, финансылык сабаттуулуктун деңгээли да өзүнүн чоң таасирин берет. Бул болсо өнүккөн жана өнүгүп келе жаткан өлкөлөрдө бирдей эмес.

Республиканын экономикасынын алдында турган милдеттердин бири — чакан жана орто бизнестин продукциясынын ири агрегаттарын, анын ичинде көп сандаган чарбалардын продукциясын кайра иштетүүчүлөрдү түзүү болуп саналат. Бул учурда экспорттоочу компаниялар сырьёнун экспортуна салыштырганда кошумча маржа алышат, мунун баары азыр көп кездешет. Ал эми фондулук биржанын экинчи рыногун өнүктүрүү, кеңейтүү менен баалуу кагаздар рыногунун өнүгүшүнө жол ачылат.

Кыргыз Республикасынын финансы рыногунда инвестиция фонддорунун ролу - кайра иштетүү өнөр жайынын, энергетиканын, айыл чарбанын, туризмдин ишканаларын узак мөөнөттүү жеңилдетилген каржылоо аркылуу экономиканы өнүктүрүү, алар өз кезегинде кошумча жумуш орундарын түзүшөт, бюджеттик төгүмдөрдү көбөйтүү; экспорттук кирешелердин агымынын эсебинен республиканын төлөм балансын жакшыртуу механизмин жүргүзөт.

Өнүктүрүү фонддору кошумча каржылоону, үчүнчү өлкөлөрдөн экспертизаны тартуу менен экономиканы өнүктүрүүнүн катализатору болуп

саналат, мисалы, инвестициялык фонддордон каржыланган ишканаларга көбүнчө жогорку квалификациялуу тармактык консультанттарды тартуу, өндүрүш шарттарын жакшыртуучу программалык камсыздоону сатып алуу үчүн техникалык жардам көрсөтүлөт.



MENKUL KIYMET PİYASASININ EKONOMİK BÜYÜME ÜZERİNDE ETKİSİ. NEDENSELLİK ANALİZİ

ÖZET

Konunun Önemi ve Güncelliği

Günümüzde menkul kıymet piyasası tüm ülkelerin ekonomilerini etkilemektedir. Menkul kıymet piyasası faaliyetinin etkinliğine ekonominin reel sektöründeki yatırımların hacmi ve yapısı bağlıdır. Kırgızistan'daki menkul kıymetler piyasasının ekonometrik analizi için bilgi eksikliği nedeniyle, menkul kıymetler piyasasının durumu, yapısal ve dinamik analiz sonuçlarına dayanarak, Kırgızistan'daki menkul kıymetler piyasasının gelişimi değerlendirildi ve gerekli önerilerde bulunuldu. Bu çalışmada menkul kıymet piyasası ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki, 21 ülkenin 1999 - 2019 dönemini kapsayan yıllık verileri kullanılarak ekonometrik analiz ile tespit edildi. Menkul kıymetler piyasası finansal piyasanın bir parçası olduğu için fonların sadece belirli bir kısmı işlem görmektedir. Kırgızistanda ise bu işlem payı çok düşüktür. Bunun temel sorunu olarak, menkul kıymetler piyasasının ülkede tam olarak işlevinin gerçekleştirilememesi, nüfusun ve yabancı yatırımcıların menkul kıymetlere olan güveninin düşük olması ve spekülatif amaçlarla kullanılması sıralandırılabilir.

Günümüzde finansal piyasaların, özellikle menkul kıymetler piyasasının rolü, ülkenin ekonomik kalkınmasında oldukça önemlidir. Günümüz ekonomisinde menkul kıymetler piyasasının yapısı ve onu geliştirme konusu oldukça önemlidir. Kırgızistan'da hisse senedi diğer gelişmiş ülkelere göre çok küçüktür ve işlevini tam olarak yerine getirememektedir (Д.Ч.Бектенова, 2002). Ancak buna rağmen borsada işlemler hacmi ve sayısı büyüme eğilimini göstermektedir.

Tez Çalışmasının Amacı

Bu tezin temel amacı, menkul kıymetler piyasası ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi belirlemektir ve Kırgızistan'daki menkul kıymetler piyasasının ekonomik büyüme üzerinde etkisini inceleyerek, ekonomik büyümeyi arttıran araçları tespit etmektir.

Çalışmanın amaçlarına ulaşmak için ele alınan ana konular şunlardır:

- Menkul kıymetler piyasası kavramının kavramsal temelini incelemek;
- Menkul kıymetler piyasası araçlarının özelliklerini incelemek;
- Ekonomik büyümenin temellerini incelemek;
- Bilimsel makalelerin kullanımıyla menkul kıymetler piyasasının ekonomik büyümedeki rolünün incelenmesi;
- Borsa faaliyetlerini incelemek.

Tez Çalışmasının İçeriği

Tez çalışması giriş ve sonuç dışında üç bölüm şeklinde ele alınmıştır. Çalışmanın birinci bölümünde menkul kıymet piyasası ve ekonomik büyümenin teorik çerçevesi ele alınmıştır. İkinci bölümde ise Kırgızistan'ın ekonomik durumu, ekonomik büyüme eğilimi ve menkul kıymet piyasası, borsa durumu incelenmiştir. Üçüncü bölüm tez çalışmasının metodoloji kısmını oluşturmaktadır ve bu bölümde 11 gelişmiş ve 10 gelişmekte olan ülkelerin verileri ile yapılan Nedensellik Analizine ve analiz sonuçlarına yer verilmiştir.

Birinci Bölüm: Menkul Kıymetler Piyasası Ve Ekonomik Büyüme Kavramının Teorik Çerçevesi

Menkul kıymetler piyasası, menkul kıymetlerin ihracında ve dolaşımında piyasa katılımcıları arasındaki ekonomik ilişkilerdir. Menkul kıymetler piyasası, fonların menkul kıymetler gibi finansal araçlar aracılığıyla yeniden dağıtıldığı finansal piyasanın ayrılmaz bir parçasıdır (Ю.С.Осипов, Рынок ценных бумаг учебник, 2001).

Bugünün menkul kıymetlerin çoğunluğu tarihte ilk kez - kağıt veya belgesel biçimde değil, aynı zamanda kağıtsız veya belgesiz olarak da ortaya çıkıyor. Menkul kıymet sahibinin hakları sadece kanunla belirlenen kurallara göre özel sicile kaydedilir ve menkul kıymetin kendisi "fiziki" yok sayılır (В.А.Татьянников, Е.А.Разумовская, Ю.В.Куваева, 2019).

Beck ve Levine (2004), 1976-1998 dönemini kapsayan veriler ile menkul kıymetler piyasasının ve bankaların ekonomik büyüme üzerindeki etkisini incelemek için dinamik panel yöntemini kullanmışlardır. Çalışma sonucunda, menkul kıymetler piyasasının ve bankaların ekonomik büyüme üzerinde olumlu bir etkiye sahip olduğunu bulunmuştur (Beck T., Levine R., 2004).

Kandır, İskenderoğlu ve Önal (2007), 1988-2004 dönemi için Türkiye'de finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi analiz etmiştir. Üç aylık verileri kullanan analizde Johansen, etkileşim testleri, bir hata düzeltme modeli ve nedensellik analizi kullanılmıştır. Finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki bağlantının makul olduğu, yani ekonomik büyümenin finansal gelişme üzerinde etkisi olduğu sonucuna varmışlardır (Kandır S. Y., İskenderoğlu Ö., Önal Y.B., 2007).

Demir, Öztürk ve Albeni (2007) 1995-2005 arası aylık verileri kullanarak analiz yapmışlardır. Analiz, reel üretim, adi hisse senedi piyasasının kapitalizasyonu ve özel sektöre verilen genel banka kredileri arasındaki ilişkiyi ve reel üretim, piyasa kapitalizasyonu ve bankaların kredileri arasındaki ilişkiyi ayrı bir modelde incelemiştir. Her model için ampirik sonuçlar, üç değişken arasında uzun dönemli bir ilişkinin olduğunu ve en az bir yönde Granger nedenselliğinin olduğunu doğrulamıştır (Demir Y., Öztürk E., Albeni M., 2007).

Güngör ve Yılmaz (2008) tarafından yapılan bir çalışmada, 1987-2005 yılları arasında üçer aylık veriler, banka kredileri / gayri safi yurtiçi hasıla, piyasada işlem gören hisse senetlerinin piyasa fiyatları / gayri safi yurtiçi hasıla kullanılarak bir VAR modeli geliştirilmiştir. Çalışma, bankacılık sektörünün ve menkul kıymetler piyasasının gelişiminin ekonomik büyümeye dayandığını, menkul kıymetler piyasasının gelişimi ile ekonomik büyüme arasında bir çelişki olduğunu, ekonomik büyüme ile banka kredileri arasında tek yönlü bir ilişki olduğunu ortaya koymuştur (Güngör B., Yılmaz Ö., 2008).

Keskin ve Karşıyakalı (2010) Türkiye örneğinde (1987-2007) Engle-Granger Yöntemi ve Nedensellik Analizi yardımıyla finansal gelişme ile ekonomik büyüme

arasında ilişkiyi incelemiştir. Çalışma sonucu finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasında tek yönlü bir bağlantı olduğunu göstermiştir (N.Keskin, B.Karşıyakalı, 2010).

Öztürk (2011), yaptığı çalışmada 8 gelişmekte olan ülke ve Türkiye (1992-2009) örneğinde Panel Nedensellik Testini kullanmıştır. Analiz sonucu ekonomik büyümeden finansal gelişmeye doğru tek yönlü bir nedensellik olduğunu göstermiştir (N.Öztürk, 2011).

Kaya, Gülhan ve Güngör (2013) çalışmalarında, 1998-2009 dönemi için Türkiye ekonomisine ilişkin üçer aylık verileri kullanarak finansal piyasa gelişiminin ekonomik büyüme üzerindeki etkisine ilişkin analiz yapmışlardır. Sonuç olarak Türkiye ekonomisinde finansal piyasanın ekonomik büyüme ve reel sektör üzerinde önemli bir etkisinin olduğu ve arz hipotezinin geçerli olduğu ortaya çıkmıştır (Kaya A., Gülhan Ü, Güngör B., 2013).

Güneş (2013) yaptığı çalışmada nedensellik testi kullanarak finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki bağlantıyı belirlemiştir. 1988-2009 dönemi Türkiye ekonomisine ilişkin altı aylık verilerin analizi, finansal gelişmenin ekonomik büyümeye katkıda bulunduğunu tespit etmektedir (S.Güneş, 2013).

Mohtadi ve Agarwal (2014), dinamik panel yöntemini kullanarak yirmi bir gelişmekte olan ülkenin verileriyle finansal piyasa ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışma, menkul kıymetler piyasasının bazı göstergeleri ile ekonomik büyüme arasında her iki yönde de doğrudan pozitif bir ilişki olduğunu bulmuştur. Ayrıca artan özel yatırım arasında dolaylı pozitif bir bağlantı olduğu da ortaya çıkmıştır (Mohtadi H., Agarwal S., 2014).

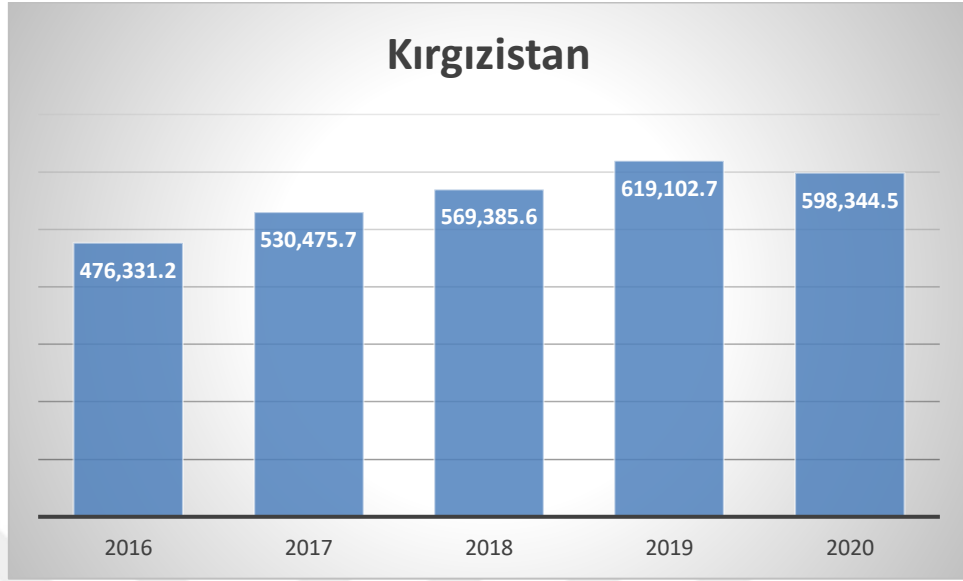
Wild ve Lebdaoui (2014) tarafından yapılan analizde, 2000-2013 aylık verilerini kullanarak Fas'ta menkul kıymetler piyasası gelişimi ve ekonomik büyüme arasındaki bağlantıyı incelemek için Vektör Hata Düzeltme (VECM) ve Granger Nedensellik Testi yöntemini kullanmışlardır. Çalışmanın sonuçları, menkul kıymetler piyasasının gelişimi ile ekonomik büyüme arasında uzun dönemli bir etkileşim olduğunu, işlem hacmi ile

piyasa endeksi ve GSYİH arasında iki yönlü bir nedensellik ilişkisi olduğunu göstermiştir (Wild J., Lebdaoui H., 2014).

Bayar, Kaya ve Yıldırım (2014) Türkiye'de finansal piyasa gelişiminin ekonomik büyüme üzerine etkisini belirlemek amacıyla 1999-2013 dönemi menkul kıymetler piyasası kapitalizasyonu, piyasa fiyatı, turnover oranı ve gayri safi yurtiçi hasıla verilerini kullanarak değişkenler arasındaki ilişkiyi ve nedenselliği analiz etmişlerdir. Çalışmanın sonuçları, menkul kıymetler piyasasının gelişimi ile ekonomik büyüme arasında uzun dönemli bir ilişki olduğunu ve menkul kıymet piyasasının ekonomik büyüme üzerinde doğrudan etkisinin olduğunu göstermiştir (Bayar Y., Kaya A., Yıldırım M., 2014).

İkinci Bölüm: Kırgızistan'daki Menkul Kıymet Piyasası Ve Ekonomik Büyüme Durumu

Kırgızistan Hükümeti tarafından Mart 2020'nin ikinci yarısında koronavirüs enfeksiyonunun yayılmasını önlemek için alınan kısıtlayıcı tedbirlerin yanı sıra olumsuz dış etkenler ekonomik durumu önemli ölçüde etkilemiştir. Kırgız Cumhuriyeti Ulusal İstatistik Komitesi'nin ön verilerine göre 2020 yılının ilk yarısında GSYİH'deki düşüş yüzde 5,3 oldu (Ocak-Haziran 2019 döneminde yüzde 6,4 artış olmuştu). Ekonomiyi destekleyen en önemli faktör olarak Kumtor madenindeki üretimin yüzde 10,2 oranında artması olmuştur. Kumtor şirketi hariç tutulduğunda GSYİH'da yüzde 6,9 azalma gerçekleşmiştir (Ocak-Haziran 2019'da yüzde 2,2 büyüme) (Улутстатком, Кыргыз Республикасынын Социалдык Экономикалык Абалы, 2020).



2020 yılının ilk yarısında fiyat artışını hızlandıran ana faktörler, COVID-19 pandemisinin dışsal (birkaç ülkede kısıtlayıcı önlemler) ve iç ekonomik sonuçlarıdır. Talepteki keskin artış, esas olarak ülkenin bazı bölgelerinde olağanüstü hal ve olağanüstü hal rejimlerinin getirilmesi nedeniyle temel mallar ve uzun vadeli depolama ürünleri talebindeki keskin artıştan kaynaklanmıştır. Aynı zamanda, tüketim vergilerinde planlanan artış nedeniyle yılın başında bütün fiyatlarındaki artış enflasyonu etkilemiştir. 2020-yılı nisan ayında yüzde 8,6'ya ulaşan yıllık enflasyon oranı, haziran 2020'de yüzde 5,8'e gerilemiştir. Enflasyondaki yavaşlamanın temel nedeni enflasyonun gıda bileşeninin büyüme hızındaki düşüşü olurken, enflasyonun mevcut dinamikleri genel olarak Merkez Bankası'nın beklentilerini karşılamasındadır (Банкы, Жылдык Отчет 2020, 2021).

Piyasa enflasyonu tüm dönem boyunca düşük seyrederek Haziran ayında yüzde 1,6 ile Merkez Bankası'nın yüzde 5-7'lik hedefi içinde yer almıştır. Gıda dışı ürünler ve ücretli hizmetler grubu fiyat endeksi, temel emtialardaki ortalama büyümeyi sürdürmüştür (Банкы, Инфляция боюнча баяндама, 2021).

Kırgız Cumhuriyeti Hükümeti tarafından Mart 2020'nin ikinci yarısından bu yana koronavirüs enfeksiyonunun yayılmasını önlemek için alınan katı kısıtlayıcı önlemler ekonomik büyümede keskin bir düşüşe yol açmıştır. Makroekonomik riskler, COVID-19'un ikinci dalgası bağlamında 2020'nin ikinci yarısında da devam etmiştir. Ayrıca,

Ekim 2020 parlamento seçimlerinden sonra ülkedeki istikrarsız siyasi durumla ilişkili riskler de bulunmaktadır (Улуттук банктын бюллетени, 2020).

2020 yılın başında enflasyonda keskin bir hızlanmaya rağmen, temel olarak gıda büyümesindeki yavaşlama ve zayıf iç talep nedeniyle büyüme hızı Haziran 2020'de yavaşlamıştır. Reel gelirlerin zayıf dinamikleri ve dünya gıda fiyatlarının beklenen ortalama büyümesinin, 2020'nin sonunda enflasyonun ortalama büyümesine katkıda bulunması beklenmektedir. Genel olarak, mevcut enflasyon dinamikleri dikkate alındığında, Merkez Bankası 2020 yılına kadar ortalama yıllık enflasyon oranının yüzde 5,0-7,0 olan hedefin üst sınırına ulaşmasını beklemektedir (Улуттук банктын бюллетени, 2021).

Ocak-Nisan 2020 döneminde, COVID-19 pandemisinin hızla yayılması ve sonuçları nedeniyle, mal ihracatına yönelik kısıtlayıcı önlemlerin uygulanması nedeniyle gıda fiyatlarındaki kademeli artış nedeniyle enflasyon hızlanmıştır. Ancak, gözden geçirme döneminin sonunda, iç talebin azalmasının deflasyonist etkileri ve koronavirüs enfeksiyonu nedeniyle ticari faaliyetlerin kısıtlanmasının sonuçları nedeniyle başta gıda fiyatları olmak üzere enflasyonda bir yavaşlama yaşanmıştır (Кыргызстан цифраларда, 2021).

Kırgız Borsasında 2020 yılının ilk yarısında, müzayede esasına göre oluşturulan 12 aylık menkul kıymetlerin faiz oranlarındaki artışın arka planında, devlet hazine bonoları faiz oranlarında yüzde 5,8 (+1,1 puan) artış olmuştur. Devlet hazine bonoları satışlarının toplam hacmi 1,9 milyar som (yüzde +51,6) ve talep - 1,0 milyar som (geçen yılın aynı dönemine göre yüzde +57,6) olmuştur. Dolaşımdaki devlet hazine bonoları hacmi, yılın başına göre yüzde 76,3 azalarak Haziran 2020 sonunda 973,9 milyon som'a gerilemiştir (Отчет о стабильности финансового сектора Кыргызской Республики, 2021).

Devlet tahvilleri piyasasında ise, oranlarda hafif bir artış (yüzde 9,7'den yüzde 10,4'e) dışında ihalenin tüm parametrelerinde düşüş yaşanmıştır. Böylece, ihraççı tarafından sunulan devlet hazine bono hacmi 6,3 milyar som (yüzde -19,9) olarak

gerçekleşmiştir. Vade açısından, devler hazine bonolardaki artış sadece 7 yıllık menkul kıymetler için kaydedilmiştir. Aynı zamanda, katılımcıların en yüksek aktivitesi 7 yıllık Devlet hazine bonosu pazarında (toplam talebin yüzde 43,2'si) ve en düşük - 3 yıllık Devlet hazine bonosunda (yüzde 10,6) gözlemlenmiştir. 2019 yılının aynı döneminde 5 yıllık Devlet hazine bonosuna olan talep önemliydi. İhaleler sonucunda bono hacmi yüzde 25,8 azalarak 4,5 milyar som olmuştur. 2020 yılının ilk yarısı sonuçlarına göre, tedavüldeki devlet tahvili hacmi yılbaşından yıl sonuna kadar yüzde 5,2 artarak 45,1 milyar som olarak gerçekleşmiştir (Улуттук статистика комитети, 2021).

Devlet senetlerinin katılımcıları ise ikincil piyasada 253,7 milyon som tutarında Devlet hazine bonoları alım / satım işlemleri gerçekleştirmiştir (Биржасы К. Ф., Кыргыз Фондулук Биржасы, 2021).

Böylece, Merkez Bankası'nın raporlama döneminde toplam banknot talebi, 2019 yılının aynı dönemine göre 2,1 kat (147,9 milyar som'a kadar), arz hacmi ise 2,0 kat artarak 140,5 milyar som'a ulaşmıştır. Merkez Bankası'nın bonoların plase edilmesine ilişkin müzayedeler sonucunda, bu varlığın satış hacmi 130,6 milyar som (+ 2,1 kat) olarak gerçekleşmiştir ve bunun ana payı 7 günlük banknotlara karşılık gelmiştir. Sonuç olarak, Merkez Bankası'nın dolaşımdaki tahvil portföyünün toplam hacmi 2020'nin başından itibaren yüzde 59,3 artarak 12,8 milyar soma yükselmiştir (Кыргыз Фондулук Биржасы, 2021).

Üçüncü Bölüm: Menkul Kıymet Piyasasının Ekonomik Büyüme Üzerinde Etkisinin Ekonometrik Analizi.

Amaç

Yapılan çalışmanın temel amacı menkul kıymet piyasası ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi tespit etmektir. Çalışma sürecinde bu ilişkinin yönünü belirleyerek nedenselliğin yönünü incelemek de çalışmanın amacıdır. Bununla beraber elde ettiğimiz sonuçlara dayanarak menkul kıymet piyasası ile ekonomik büyüme arasındaki etkin olan araçları belirlemek ve arttırmaktır. Kırgızistan için veri kaynaklarının yetersizliği ve ulaşım zorluluğu nedeniyle menkul kıymet piyasasının ekonomik büyüme üzerinde etkisi

kiři bařına en yüksek ve yüksek GSYH’ya sahip olan 21 ülke verileriyle kullanılarak tespit edilecektir.

Yöntem

İlk önce veriler enflasyon etkisinden arındırılacak ve ilgili Duraęan Testleri yapılacaktır. Zaman boyutu olduęu için uygun gecikme uzunluęu ve gerekli istatistik testler yapılacaktır. Menkul kıymet piyasası ile ekonomik büyüme arasındaki iliřkiyi tespit etmek için Eřbütünleřme Testi yapılacaktır. İliřki tespit edilmiř durumda iliřkinin yönünü, nedensellięi tespit etmek için ise Granger Nedensellik Testi yapılacaktır. Son olarak baęımsız deęiřkenler baęımlı deęiřkenleri ne ölçüde etkiledięini belirlemek amacıyla Regresyon Analizi yapılacaktır.

Menkul kıymet piyasası ile ekonomik büyüme arasındaki iliřkiyi belirlemeyi amaçladıęımız çalıřmamızda kullanılan deęiřkenler ve deęiřkenlerin elde edildięi kaynaklar ařaęıdaki tabloda gösterilmiřtir.

Tablo 1 Analizde kullanılan deęiřkenler

Deęiřkenler	Deęiřkenlerin Kısaltması	Deęiřkenlerin Elde Edildięi Kaynaklar
Gayrisafi Yurtiçi Hasıla Büyüme Oranı	GSYİH	Sermaye Piyasası Kurulu
Piyasa Kapitalizasyonu	KAP	
Menkul Kıymet Piyasası Turnover Oranı	TRN	Dünya Bankası

Menkul kıymet piyasası geliřimi için Piyasa Kapitalizasyonu ve Menkul Kıymet Turnover Oranı deęiřkenleri, ekonomik büyüme için Gayrisafi Yurtiçi Hasıla deęiřkeni kullanılmıřtır. Bu veri setini oluřturan 11 geliřmiř, 10 geliřmekte olan toplam 21 ülke verileri ařaęıdaki Tablo 2’ de gösterilmiřtir.

Tablo 2 Veri setini oluşturan ülkeler

Gelişmiş ülkeler	Gelişmekte olan ülkeler
Avusturya	Arjantin
Amerika Birleşik Devletleri	Brezilya
İngiltere	Endonezya
Almanya	Malezya
Yunanistan	Meksika
İsrail	Peru
İrlanda	Tayland
İtalya	Türkiye
Kanada	Filippin
Lüksemburg	Sri Lanka
Japonya	

Yapılan analizlerde Eviews 10 ekonometri paket programı kullanılmıştır.

Bulgular ve Yorumlar

Tüm analizlerde kullanılan ülkeler gelişmiş ülkeler, gelişmekte olan ülkeler ve tüm ülkeler olmak üzere üç gruba ayrılmış ve ülke grupları arasında farklılık olup olmadığını belirlemek için yukarıdaki analizler bu üç grup için yapılmıştır. Ekonometrik analizde kullanılan değişkenlerin istikrarlı bir özelliğe sahip olması oldukça önemlidir. Yanlış değişkenlerle yapılan analizler ise yanlış sonuçlar vermektedir. Araştırmada kullanılan değişkenler ile sabit olmayan veriler arasındaki ilişki güvenilir sonuçlara yol açmaktadır. Bu nedenle, analiz yapılmadan önce değişkenlerin durağanlığına bakmak gerekmektedir. Bunu yapmak için, değişkenlerin birim kök testi yapılmıştır.

Tablo 3 Ülke gruplarına göre panel veri birim kök testi sonuçları

GELİŞMİŞ ÜLKELER					
Metod	Değişken	t istatistiği	P	Kesit Sayısı	Kesit Sayısı
Levin, Lin and Chu	ИДП	-4.490 ^(a)	0,000	11	228
	КАП	-9.054 ^(a)	0,000	11	230
	ЖК	19.802 ^(a)	0,000	11	225
GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER					
Metod	Değişken	t istatistiği	P	Kesit Sayısı	Kesit Sayısı
Levin, Lin and Chu	ИДП	-9.511 ^(a)	0,000	10	207
	КАП	-4.808 ^(a)	0,000	10	209
	ЖК	-8.025 ^(a)	0,000	10	210
TÜM ÜLKELER					
Metod	Değişken	t istatistiği	P	Kesit Sayısı	Kesit Sayısı
Levin, Lin and Chu	ИДП	-5.080 ^(a)	0,000	21	438
	КАП	-3.632 ^(a)	0,000	21	435
	ЖК	-2.948 ^(a)	0,000	21	439
Tabloda yer alan (a) işareti ilgili değişkenin sırasıyla %1 önem düzeyinde seviye değerinde durağan olduğunu ifade etmektedir. İstatistik değerleri hesaplanırken uygun gecikme uzunluğu seçiminde SIC kriterinden yararlanılmıştır.					

Farklı ilke grupları için ve tüm değişkenler için olasılık değeri anlamlıdır, başka bir ifadeyle piyasa kapitalizasyonu ve menkul kıymet turnover oranı, Gayrisafi Yurtiçi Hasıla değişkenleri %1 önem düzeyinde seviye değerinde durağan olduğunu ifade etmektedir.

Panel bilgi değişkenleri arasında uzun dönemli bir ilişkinin varlığı, bu iki değişken arasında en az tek yönlü de olsa nedensel bir ilişki olabileceğini ortaya koymaktadır. Granger Nedensellik Testinin yapılabilmesi için her ülke grubu için oluşturulacak modellerin uygun gecikme uzunluğu belirlenmelidir. Ülke grupları için tasarlanan modellerin uygun gecikme uzunlukları, modellerin değerleri en düşük olan kriterlere göre belirlenmelidir. Tablo 4, gelişmiş, gelişmekte olan ve tüm ülke modellerinden türetilen Schwartz Kriterinin değerlerini göstermektedir.

Tablo 4'ü incelediğimizde nedensellik testi için kullanılacak en düşük kriter değerlerine sahip optimal gecikme uzunluklarının gelişmiş ülkeler, gelişmekte olan ülkeler ve tüm ülkeler için “2” olarak bulunduğunu görmekteyiz.

Tablo 4 Ülke gruplarına göre uygun gecikme uzunlukları

Gecikme Uzunlukları	Schwartz Критерийи (SC)		
	Gelişmiş Ülkeler	Gelişmekte Olan Ülkeler	Tüm Ülkeler
0	0,944	0,657	0,753
1	1,082	-0,211	0,874
2	0,045	-1,730	-1,106
3	1,502	-0,972	-0,344
4	1,477	-1,005	-0,691
5	0,985	0,546	-0,147

Tablo 5, ülke grupları için Pedroni Eşbütünleşme Testi sonuçlarını göstermektedir.

Eşbütünleşme testine göre hipotezler şu şekildedir:

H₀: Eşbütünleşme yok

H₁: Eşbütünleşme var

Tablo 5 Pedroni Panel Eşbütünleşme Test Sonuçları

GELİŞMİŞ ÜLKELER		
Test	İstatistik Değer	P
Panel v İstatistiği	-1,715	0,956
Panel rho İstatistiği	-1,352	0,088
Panel PP İstatistiği	-4,534 ^(a)	0,000
Panel ADF İstatistiği	-5,092 ^(a)	0,000
Grup rho İstatistiği	0,361	0,641

Grup PP İstatistiği	-4,382 ^(a)	0,000
Grup ADF İstatistiği	-4,350 ^(a)	0,000
GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER		
Test	İstatistik Değer	P
Panel v İstatistiği	-1,920	0,973
Panel rho İstatistiği	-2,683 ^(a)	0,004
Panel PP İstatistiği	-6,316 ^(a)	0,000
Panel ADF İstatistiği	-6,303 ^(a)	0,000
Grup rho İstatistiği	-1,213	0,113
Grup PP İstatistiği	-6,647 ^(a)	0,000
Grup ADF İstatistiği	-6,496 ^(a)	0,000
TÜM ÜLKELER		
Test	İstatistik Değer	P
Panel v İstatistiği	-1,248	0,896
Panel rho İstatistiği	-1,956	0,056
Panel PP İstatistiği	-5,002 ^(a)	0,000
Panel ADF İstatistiği	-4,432 ^(a)	0,000
Grup rho İstatistiği	-1,984	0,112
Grup PP İstatistiği	-5,141 ^(a)	0,000
Grup ADF İstatistiği	-5,325 ^(a)	0,000
Eşbütünleşme ilişkilerin varlığını ortaya koyabilmek amacıyla hesaplanan istatistik değerleri, Barlett Kerneli göz önünde bulundurularak Newey-West Bandwith seçimine göre belirlenmiştir. İlgili değişkenlerin optimum gecikme uzunlukları ise SIC kriteri dikkate alınarak hesaplanmıştır. Tabloda yer alan (a) işareti ise ilgili istatistiğin %1 önem düzeyinde anlamlı olduğunu vurgulamaktadır		

Yukarıdaki tabloda Eşbütünleşme Testi sonuçlarını görmekteyiz. Gelişmiş ülkeler grubunda Panel PP, ADF istatistikleri ve PP, ADF istatistiklerinin değerleri yüzde 1 güven düzeyinde anlamlı çıkmıştır. Başka bir deyişle, alternatif hipotezi kabul ediyoruz. Yani değişkenler arasında bir eşbütünleşme ilişkisi vardır.

Ülke gruplarına ait panel veri değişkenleri için Granger nedensellik testi sonuçları Tablo 6'da sunulmuştur.

Tablo 6 Ülke gruplarına göre granger nedensellik testi sonuçları

GELİŞMİŞ ÜLKELER			
Değişkenler	Nedenselliğin Yönü	F İstatistiği	P
КАП – ИДП	→	7,708 ^(a)	0,000
ИДП – КАП	→	2,562 ^(c)	0,091
ЖК – ИДП	--	1,476	0,296
ИДП - ЖК	→	2,635 ^(c)	0,075
GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER			
Değişkenler	Nedenselliğin Yönü	F İstatistiği	P
КАП – ИДП	--	28,821	1,986
ИДП – КАП	→	8,078 ^(a)	0,000
ЖК – ИДП	→	2,421 ^(c)	0,075
ИДП - ЖК	→	3,608 ^(b)	0,039
TÜM ÜLKELER			
Değişkenler	Nedenselliğin Yönü	F İstatistiği	P
КАП – ИДП	→	6,843 ^(a)	0,003

ИДП – КАП	→	4,194 ^(a)	0,000
ЖК – ИДП	--	-1,493	0,135
ИДП - ЖК	→	2,904 ^(b)	0,045
(a), (b) ve (c) işaretleri ise sırasıyla %1 ve %5 önem düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir.			

Analizde kullanılan veriler arasında eşbütünleşme ilişkisi olduğu Tablo 6'da görülmektedir. Gelişmiş ülkeler için, piyasa kapitalizasyonundan doğru GSYİH'ya, GSYİH'den KAP'a ve GSYİH'den TRN'e %10 önem düzeyinde nedensellik tespit edilmiştir. Diğer bir deyişle, gelişmiş ülkelerde menkul kıymetler piyasasının kapitalizasyonu ile ekonomik büyüme arasında iki yönlü bir bağlantı ve ekonomik büyümeden menkul kıymet devir oranına doğru tek yönlü bir nedensellik vardır.

Panel regresyon analizinin sonuçları aşağıdaki tabloda sunulmaktadır. Regresyon analizi sonuçları, gelişmiş ülkeler grubu için regresyon tahmininden önce Hausman testi sonuçlarıyla H_0 hipotezinin red edildiğini göstermektedir. Model tahmininde Rastgele (Tasadüfi) Etkiler Modeli seçilmiştir. Modelin tahmin edilmesi sonucunda geliştirilen modelin istatistiksel olarak %10 güven düzeyinde anlamlı olduğu ortaya çıkmıştır. Modeldeki bağımsız değişkenlerden KAP değişkeni %1 güven düzeyinde anlamlıdır ve TRN değişkeni istatistiksel olarak anlamsızdır. Tahmine göre, KAP'taki "1" birimlik değişiklikler GSYİH'daki "0.032" birimlik olumlu değişikliklere yol açacaktır.

Tablo 7 Panel regresyon analizi sonuçları

GELİŞMİŞ ÜLKELER (Tasadüfi Etkiler Modeli)				
Değişkenler	Katsayılar	Standart Hata	t İstatistiği	P
КАП	0,032	2,137	6,843 ^(a)	0,000
ЖК	0,003	9,497	4,194	0,127
C	0,041	5,021	-1,493	0,431
$R^2 = 0,03$ $F = 2,46$ $Prob. = 0,086$ $DW = 1,28$				
Hausman Testi = Chi – Sq Статистикасы: 2,801 (0.141)				

GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER (Sabit Etkiler Modeli)				
Değişkenler	Katsayılar	Standart Hata	t İstatistiği	P
КАП	0,130	0,396	3,290 ^(a)	0,001
ЖК	0,022	0,602	4,442 ^(c)	0,048
C	-0,093	0,492	-1,813	0,169
$R^2 = 0,14$ $F = 2,12$ $Prob. = 0,011$ $DW = 2,08$				
Hausman Testi = Chi – Sq Статистикасы: 15,193 (0,000)				
TÜM ÜLKELER (Sabit Etkiler Modeli)				
Değişkenler	Katsayılar	Standart Hata	t İstatistiği	P
КАП	0,034	1,075	2,907	0,000
ЖК	0,050	0,288	2,410	0,032
C	0,144	4,475	3,956	0,079
$R^2 = 0,11$ $F = 2,67$ $Prob. = 0,018$ $DW = 3,01$				
Hausman Testi = Chi – Sq Статистикасы: 11,598 (0,001)				

Gelişmekte olan ülke grupları için Hausman testi H₀ hipotezi kabul edilir ve regresyon analizi için Sabit Etkiler Modeli seçilmiştir. Modelin tahmini sonucunda geliştirilen modelin istatistiksel olarak %5 güven düzeyinde anlamlı olduğu tespit edilmiştir. Modelde yer alan bağımsız değişkenlerden KAP değişkeni %1 güven düzeyinde, TRN değişkeni ise %5 güven düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır. Tahmine göre, KAP’ taki "1" bir birimlik değişiklikler GSYİH’de "0,034" lük, TRN'deki "1" bir birimlik değişiklikler GSYİH’de ise "0,050" olumlu değişikliklere yol açacaktır.

Genel olarak, regresyon analizi sonuçları, her üç ülke için de menkul kıymetler piyasasının kapitalizasyonundaki artışın ekonomik büyüme üzerinde olumlu bir etkisi olduğunu ortaya koymuştur.

Sonuç ve Öneriler

Çalışma, menkul kıymetler piyasasının gelişimi ile ekonomik büyüme arasında uzun dönemli bir ilişki olduğu ve gelişmiş ülkeler için menkul kıymetler piyasasının gelişimi için önemli bir kriter olan piyasa kapitalizasyonunun ekonomik büyümeyi etkilediği sonucuna varmaktadır. Gelişmiş ülkelerde ekonomik büyüme menkul kıymetler piyasasının hem piyasa kapitalizasyonunu hem de turnover oranını artırırken, gelişmekte olan ülkelerde menkul kıymetler piyasasının turnover oranı ekonomik büyümeyi artırmış ve piyasa kapitalizasyonunun gelişmesinin önünü açmıştır. Menkul kıymetler piyasasının aktifleştirilmesinin ekonomik büyüme üzerindeki olumlu etkisini dikkate alan ülkelerin politikaları, kalkınmanın önünü açmak için finansal piyasaları genişletecek kararlar almalıdır. Ülkedeki ekonomik durumla ilgili olarak para politikası, maliye politikasının yürütülmesinde finansal piyasayı genişleten mekanizmaları genişleterek ekonomik büyüme üzerinde olumlu bir etki yaratabiliriz. Başka bir deyişle, ülkede izlenen politikaya bağlı olarak, menkul kıymetler piyasasının doğrudan ekonomik büyümesine ve gelişmesine yol açmak için kullanılan araçları kullanabiliriz. Sadece kullanılan politika araçlarıyla değil, finansal okuryazarlık düzeyinin de etkisi büyüktür. Ancak, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde bu durum aynı değildir.

Ülkelerin menkul kıymet piyasasının gelişmesi ekonomik büyümeyi olumlu etkileyeceği tespit edildi. Bu analize dayanarak Kırgızistan borsasının da ülke ekonomisi üzerinde olumlu etki yaratabileceğini söyleyebiliriz. Kırgızistan borsasının en temel sorunu ikincil piyasasının gelişmemesindedir. Buna ek olarak borsa yapısı da gelişmemektedir. Finansal araçların tüm entrümanlarının kullanılmaması da borsa faaliyetine negatif etki vermektedir. Kırgız borsasının gelişimi için ilk olarak bu sorunların giderilmesi gerekmektedir.

KOLDONULGAN ADEBIYATLAR

- Akıncı G.Y., Akıncı M., Yılmaz Ö. (2013). *Finansal Gelişmişliğin Makroekonomik Belirleyicileri: Türkiye için Bir VAR Modeli*. Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi, 19(1):23-37.
- Alfaro L. (2004). "FDI and Economic Growth: the Role of Local Financial Markets". *Journal of International Economics*, (28(4)), 457–473.
- Arestis P., Demetriades P. (1997). "Financial Development and Economic Growth: Assessing the Evidence". *The Economic Journal*, Vol.7, No.442, 783-799.
- Arestis, P., Demetriades, P., Luntel, K.B. (2001). "Financial Development and Economic Growth: The role of Stock markets". *Journal of Money, Credit and Banking*, 16-41.
- Bagehot, W. (1873). *Lombard Street: A Description of the Money Market*. Dutton and Company. (pp. 15-25).
- Bayar Y., Kaya A., Yıldırım M. (2014). "Effects of Stock Market Development on Economic Growth: Evidence from Turkey". *International Journal of Financial Research*, 5/1:93-100.
- Beck T., Levine R. (2004). "Stock Markets, Banks, and Growth: Panel Evidence". *Journal of Banking & Finance*, 28:423-442.
- Boubakari A., Jin D. (2010). "The Role of Stock Market Development in Economic Growth: Evidence from Some Euronext Countries". *International Journal of Financial Research*, 1:14-20.
- Brooks.C. (2008). *Introductory Econometrics for Finance, 2nd ed*. Cambridge University Press, 585-589.
- Ceylan A., Durkaya C.S. (2009). "Finansal Piyasalardaki Gelişmelerin İktisadi Büyüme Üzerine Etkileri: Türkiye Örneği". *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 16:165-174.
- Christopoulos D., Tsionas E. (2004). "Financial Development and Economic Growth: Evidence from Panel Unit Root and Co-Integration Tests". *Journal of Development Economics*, 7(1):337-362.
- Cornwall L. J. (2015). *Economic Growth Theories*. Britannica, (81(1)), 39–60.
- Deidda, L. G. (2006). *Interaction between Economic and Financial Development*. *Journal of Monetary Economics*, (48(10)), 1469–1492.
- Demetriades. P.O., Khaled A. H. (1996). *Does Financial Development Cause Economic Growth? Timeseries Evidence From 16 Countries*". *Journal of Development Economics*, 51, 387-411.
- Demir Y., Öztürk E., Albeni M. (2007). "Türkiye’de Finansal Piyasalar ile Ekonomik Büyüme İlişkisi". *Karamanoğlu Mehmetbey Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 438-455.
- Diamond. (1965). National Debt in Neoclassical Growth Model. *The American Economic Review*, 126-150.
- Domar. (1939). *Essays in the theory of economic growth*. Oxford University Press.
- Durham J.B. (2002). *The Effects of Stock Market Development on Growth*. Emerging Markets Review.

- Eltis A.W. (2018). *Harrod — Domar Growth Model*. The New Palgrave Dictionary of Economics.
- Enisan A. A., Olufisayo A. O. (2009). “Stock Market Development and Economic Growth: Evidence From Seven Sub-Sahara African Countries” . *Journal of Economics and Business*, 61:162-171.
- Erim N., A. Türk . (2005). “Finansla Gelişme ve İktisadi Büyüme”. *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 21-45.
- Fisman, R., Love I. (2003). “Trade Credit, Financial Intermediary Development, and Industry Growth”. *The Journal of Finance*, 353-374.
- Goldsmith, R. (1969). *Financial Structure and Economic Development*. (pp. 241-58).
- Granger. C.W.J. (1964). *Spectral Analysis of Economic Time Series* . Princeton University Press.
- Granger. C.W.J. (1969). *Investigating Causal Relations by Econometric Models and Cross-Spectral Methods*. Econometrica.
- Gujarati, N. D. (1995). *Basic Econometrics, Third Edition*. New York, pp. 36-41.
- Güneş S. (2013). “Finansal Gelişmişlik ve Büyüme Arasındaki Nedensellik Testi: Türkiye Örneği”. *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 73-85.
- Güngör B., Yılmaz Ö. (2008). “Finansal Piyasalardaki Gelişmelerin İktisadi Büyüme Üzerine Etkileri: Türkiye İçin Bir Var Modeli”. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 22(1):173-193.
- Gurley J. G., Shaw E. S. (1967). *Financial Structure and Economic Development*. Economic Development and Cultural Change.
- Güven. B. (2002). Finansal Gelişmişlik ve Büyüme arasındaki Nedensellik Analizi. *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, (6(18)), 409-417.
- Hamilton J.A. (1994). *Time Series Analysis* . Princeton University Press, (pp. 8-45).
- Ho S.Y., Odhiambo N.M. (2012). “Stock Market Development And Economic Growth In Hong Kong: An Empirical Investigation”. *International Business & Economics Research Journal*, 11/7:795-809.
- Howitt P.W. (2018). *Endogenous Growth Theory*. The New Dictionary of Economics.
- Kandır S. Y., İskenderoğlu Ö., Önal Y.B. (2007). “Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişkinin Araştırılması”. *Ç.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 311-326.
- Kaya A., Gülhan Ü, Güngör B. (2013). “Türkiye Ekonomisinde Finans Sektörü ve Reel Sektör Etkileşimi”. *Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 8:1-15.
- Kaya V., Yılmaz Ö. (2006). *Bölgesel Enflasyon Bölgesel Büyüme İlişkisi: Türkiye İçin Zaman Serisi ve Panel Veri Analizleri*. İktisat İşletme ve Finans, (37(1)), 108–128.
- Keskin N., B.Karşıyakalı B. (2010). "Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi. Türkiye Örneği". *Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar*, 47-76.
- King R.G., Levine R. (2nd.). Finance and Growth: Schumpeter Might Be.
- Levine R. (1997). Financial Development and Economic Growth. *Journal of Economic Literature*, 35:706.
- Levine R., Zervos A. (1998). “Stock Markets, Banks, and Economic Growth”. *American Economic Review*, 88(3), pp. 537-58.

- Maclachlan F. (2012). Solow Growth Model. *The Wolfram Demonstration Project*. (13(1)), 1-17.
- Mohtadi H., Agarwal S. (2014). "Stock Market Development and Economic Growth: Evidence from Developing Countries". <http://faculty.apec.umn.edu/mohta001/PA1-4-01.pdf>, 15-24.
- Osamwonyi I.O., Kasimu A. (2013). "Stock market and economic growth in Ghana, Kenya and Nigeria". *International Journal of Financial Research*, (24(30)), 187-206.
- Öztürk N. (2011). "Ekonomik Büyüme ve Finansal Gelişme İlişkisi: Gelişmekte Olan Piyasalar İçin Bir Panel Nedensellik Analizi". *Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi*, 53-69.
- Pazarlıoğlu M.V., Gürler Ö.K. (2007). *Telekomünikasyon Yatırımları ve Ekonomik Büyüme: Panel Veri Yaklaşımı*. Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar, (10(4)), 565–584.
- Pedroni P. (1999). *Critical Values for Cointegration Tests in Heterogeneous Panels with Multiple Regressors*. Oxford Bulletin of Economics and Statistics.
- Ramsey, F. P. (1928). *A Mathematical Theory of Saving*. Economic Journal.
- Saltoğlu. B (1998). "Ekonomik Büyüme ve Finansal Piyasaların Gelişimi". , *İktisat Dergisi*, (6(11)), 237-252.
- Schumpeter, J. A. (1912). *The Theory of Economic Development*. Cambridge: Harvard University Press.
- Wild J., Lebdaoui H. (2014). "Stock Market Performance and Economic Growth in Morocco". *Global Advanced Research Journal of Management and Business Studies*, 3/5:207-216.
- Wong A., Zhou X. (2011). "Development of Financial Market and Economic Growth: Review of Hong Kong, China, Japan, The United States and The United Kingdom". *International Journal of Economics and Finance*, 3/2:111-115.
- Wooldridge M. J. (2009). *Introductory Econometrics: A Modern Approach, 4th ed.* Cengage Learning, 27 (2), 297-315.
- World Bank. (2021, июнь 15). Retrieved from World Bank Database: www.worldbank.org
- Абдынасыров У.Т. (2017). Современные тенденции рынка корпоративных ценных бумаг Кыргызской Республики, *Вестник КРСУ*, 11:8-11.
- Аджемоглу, Робинсон. (2018). *Introduction to Modern Economic Growth*, 7:130-138.
- Акаев А.А., Коротаев А.В., Малинецкий Г.Г. (2017). *Прогноз и моделирование кризисов и мировой динамики*, 2: 65-88.
- Алехин Б.И. (2017). Влияние фондового рынка на экономическую динамику. *Вопросы экономики*, 19-35.
- Афанасьев Д. В. (2015). К исследованию роли социального капитала регионов в условиях социально - экономического кризиса. *Экономические и социальные перемены: факты, тенденции, прогноз*, 4(40):88-108.
- Афферс Ф. (2019). *How Poverty Ends*, (30), 91-111.
- Басова А.И., Колесников В.И. (2012). *Ценные бумаги. Учебник*. Издательство Юрайт.

- Бектенова Д.Ч. (2002). Рынок ценных бумаг как механизм капитализации денежных средств в экономике Кыргызской Республики. *Реформа*, 30-33.
- Бердникова Т.С. (2013). Рынок ценных бумаг: настоящее, будущее. *Инфра*, 12.
- Березнев С.В. (2018). *Теории экономического роста и развития*.
- Берзон Н.И. (2007). *Фондовый рынок*. 58–67.
- Борро Р.Д., Мартин Х. (2017). *Экономический рост*. Бином, 228–37.
- Буренин А.Н. (2009). *Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов*, 12:14-60.
- Всемирный Банк, (2021, 12 июнь). *Доклад об экономике России*. Retrieved from World Bank: www.vsemirnyjbank.org/ru/country/russia
- Галанов В.А. (2011). *Рынок ценных бумаг, Концепт*, 1-14.
- Глохов М.И., Снежинская М.В. (2016). *Рынок ценных бумаг и их инструменты*.
- Губанов А.Ю., Жилияев К.В. (2013). *Отечественный опыт оценки темпов экономического роста*, 2: 83-91.
- Гусева И.А. (2020). *Финансовые рынки и институты*. Москва: Юрайт, *Известия*, 29-35.
- Д.Асемоглу. (2018). *Введение в теорию современного экономического роста*. Издательский дом "Дело", 65-78.
- Джонс Ч.И., Воллрат Д. (2016). *Введение в теорию экономического роста*.
- Зеленюк А.Н., Кириллов В.Н. (2020). Влияние рынка ценных бумаг на развитие экономики. *Российский внешнеэкономический вестник*, 79.
- Иванов С.И. (2017). *Основы экономической теории*, ГТУ, 12-23.
- Ивасенко А.Г. (2011). *Рынок ценных бумаг: инструменты и механизмы*, 15(2):225-249.
- Казакстан Республикасы Стратегиялык жөндөө жана реформалар агенттиги. (2021). *Негизги экономикалык көрсөткүчтөр*.
- Каратуев А.Г. (2013). *Ценные бумаги: виды и разновидности*.
- Килячков А.А. (2011). *Рынок ценных бумаг: виды ценных бумаг*, 27, 42–56.
- КР Улуттук Статистика Комитети (2019-2020). *Кыргызстан цифраларда*.
- КР Улуттук Статистика Комитети (2020). *Кыргыз Республикасынын айыл чарбасы*. www.stat.kg.
- КР Улуттук Статистика Комитети (2020). *Кыргыз Республикасынын өнөр жайы*. www.stat.kg.
- КР Улуттук Статистика Комитети. (2020). *Кыргыз Республикасынын Социалдык Экономикалык Абалы*. www.stat.kg.
- Кыргыз Республикасынын улуттук банкы, (2019-2020). *Улуттук Банктын Бюллетени*. www.nbkr.kg.
- Кыргыз Республикасынын улуттук банкы, (2020-2021). *Инфляция боюнча баяндама*. www.nbkr.kg.
- Кыргыз Республикасынын улуттук банкы, (2021). *Жылдык Отчет 2020*. Бишкек, 2021-ж. www.nbkr.kg.
- Кыргыз фондулук биржасы (2019, май 10). *Кыргыз Фондулук Биржасы*. Retrieved from www.kse.kg.
- Лавров Е.И., Капогузов Е.А. (2018). *Экономический рост: теории и проблемы*.
- Львова М.И., Куваева Ю.В. (2019). *Рынок ценных бумаг: учебник*.

- Мендыгалиев К. (2019). Проблемы формирования и развития рынка ценных бумаг в Казахстане. *Астана*, 33-34.
- Национальный Банк Кыргызской Республики. (2021). *Отчет о стабильности финансового сектора Кыргызской Республики*.
- Океанова З.К. (2014). *Экономическая теория*.
- Осипов Ю.С. (2012). *Рынок ценных бумаг*. Москва.
- Розанова Н., Назаренко А. (2017). *О взаимосвязи показателей экономического роста и рынка ценных бумаг*. Вопросы экономики, 54-57.
- Рубцов Б. (2014). *Анализ основных показателей деятельности*. Инфра, 28.
- Рубцов Б. (2014). *Функционирование рынка ценных бумаг*. Юнити-Дана, (1), 3–12.
- Румянцева Е.Е. (2015). *Рынок ценных бумаг и фондовый рынок*.
- Стародубцева Н.Б. (2009). *Современные тенденции рынка ценных бумаг западных стран*. 13-24.
- Столбов М. (2015). *Финансовый рынок и экономический рост: контуры проблемы*. Издательство Юрайт, 25-28.
- Татьянников В.А., Разумовская Е.А., Куваева Ю.В. (2019). *Рынок ценных бумаг: учебник*.
- Токтосунова Ч.Т. (2007). *Развитие рынка ценных бумаг в Кыргызской Республике*, 12-15.
- Торкановский В.С., Колесников В.И. (2015). *Ценные бумаги: Финансы и статистика*, 5: 139-154..
- Торкунов А.В. (2018). *Современные международные отношения*, 51-66.
- Туманова Е.А., Шагас Н.Л. (2016). *Макроэкономика. Элементы продвинутого подхода*. ИНФРА-М, 61-74.
- Турбанов А., Тютюнник А. (2014). *Фондовый рынок*, 1-17.
- Фондовая биржа (2021, апрель 12), (2021, июль 3). *Нормативная База*. Retrieved from: www.kse.kg
- Ческидов Б.М. (2014). *Модели рынков ценных бумаг*, (14), 92.
- Шараев Ю.В. (2015). *Теория экономического роста*. ГУ ВШЕ, 1-25.

ӨМҮР БАЯН

Туулган жери, жылы: Жалал-Абад облусу, Ноокен району. 20.01.1995

Билим берүү мекемелери:	Баштаган жылы	Бүтүргөн жылы	Билим берүү мекемелердин аталышы
-------------------------	----------------------	----------------------	---

Бакалавриат:	2013	2018	Кыргыз-Түрк “Манас” университети
--------------	------	------	----------------------------------

Магистратура:	2018	2022	Кыргыз-Түрк “Манас” университети
---------------	------	------	----------------------------------

Үй-бүлөлүк абалы: Үй-бүлөлүү

Билген чет тилдери жана деңгээли:	Түрк тили (жакшы)	Англис тили (жакшы)	Орус тили (жакшы)
-----------------------------------	-------------------	---------------------	-------------------

Чет өлкөдө алган билим тажрыйбасы	2016-2017-жыл Сельчук Университети менеджмент бөлүмү (Мевлана алмашуу программасы); 2019-жыл Сакаръя Университети экономика бөлүмү (Мевлана алмашуу программасы)
-----------------------------------	---

Басылган илимий эмгектери:	Zhumanazarova, S. (2021). Влияние рынка ценных бумаг на экономический рост. Анализ причинно-следственных связей. Reforma, 3 (91), 21-28.
----------------------------	--

Жуманазарова Ширинбү

09.02.2022