

КАПИТАЛ НАРЫҚТАРЫ

НҰСҚАСЫ 1.1

ҚАЗАҚСТАН, ӨЗБЕКСТАН,
ҚЫРҒЫЗСТАН ЖӘНЕ ӘЗІРБАЙЖАННЫҢ
ПЕРСПЕКТИВАЛАРЫ МЕН ТРЕНДТЕРІ

КАПИТАЛ НАРЫҚТАРЫ: ҚАЗАҚСТАН, ӨЗБЕКСТАН, ҚЫРҒЫЗСТАН ЖӘНЕ ӘЗІРБАЙЖАННЫҢ ПЕРСПЕКТИВАЛАРЫ МЕН ТРЕНДТЕРІ



Қазақстан, Астана, Мәңгілік Ел, 55/18 ғимараты, С3.3

Сайт: www.aifc.kz

Тіркеу және лицензиялау мәселелері бойынша: client@aifc.kz

Талдау және жарияланымдар мәселелері бойынша: industry.analysis@aifc.kz

«АСТАНА» ХАЛЫҚАРАЛЫҚ ҚАРЖЫ ОРТАЛЫҒЫ БАСҚАРУШЫСЫНЫҢ КІРІСПЕ СӨЗІ



Орталық Азия мен Кавказда капитал нарықтары дамудың жаңа кезеңіне қадам басуда. Құрылымдық реформалар, макроэкономикалық тұрақтылықтың артуы және жаһандық қаржы жүйесімен интеграцияның тереңдеуі өңірдегі капиталды бөлу, жұмылдыру және инвестициялау тәсілдерін өзгертуде. Экономикалардың әртараптандырылуы және олардың қаржы секторларының нығаюы аясында тиімді жұмыс істейтін капитал нарықтары тұрақты өсудің, жеке секторды дамытудың және ұзақ мерзімді инвестициялардың маңызды қозғаушы күшіне айналуда.

Құрметті әріптестер,

«Астана» халықаралық қаржы орталығы (АХҚО) дайындаған «Қазақстан, Өзбекстан, Қырғызстан және Өзербайжанның капитал нарықтары: даму перспективалары мен үрдістері» атты аналитикалық есепті назарларыңызға ұсынуға қуаныштымын.

Орталық Азия мен Кавказда капитал нарықтары дамудың жаңа кезеңіне қадам басуда. Құрылымдық реформалар, макроэкономикалық тұрақтылықтың артуы және жаһандық қаржы жүйесімен интеграцияның тереңдеуі өңірдегі капиталды бөлу, жұмылдыру және инвестициялау тәсілдерін өзгертуде. Экономикалардың әртараптандырылуы және олардың қаржы секторларының нығаюы аясында тиімді жұмыс істейтін капитал нарықтары тұрақты өсудің, жеке секторды дамытудың және ұзақ мерзімді инвестициялардың маңызды қозғаушы күшіне айналуда.

Осы есепте Қазақстан, Өзбекстан, Қырғызстан және Өзербайжан капитал нарықтарына салыстырмалы шолу ұсынылған.

Есепте нарықтың негізгі сегменттері, институционалдық құрылым, реттеуші өзгерістер мен инвестициялық үрдістер талданады, сондай-ақ ортақ сын-қатерлер мен әр елдің даму ерекшеліктері айқындалады. Деректерге, сондай-ақ өңірлік және халықаралық салыстырмаларға сүйене отырып, есепте аталған нарықтардың қазіргі даму серпіні мен оларды одан әрі дамыту мүмкін бағыттарына құрылған талдау ұсынылады.

АХҚО-да біз өңірлік әріптестікті, ашықтықты және инвесторлардың сенімін капитал нарықтарының тұрақты дамуының негізі ретінде бағалаймыз. Ағылшын жалпы құқық қағидаттарына негізделген болжамды құқықтық ортаны, сенімді реттеуші стандарттарды және ашық қаржы экожүйесін қамтамасыз ете отырып, АХҚО Қазақстанның капитал нарығын дамытуға ғана емес, сонымен қатар өңірлік өзара байланыстар мен трансшекаралық инвестициялық ағындарды нығайтуға ұмтылады. Нарықтық тәжірибелерді халықаралық стандарттармен үйлестіру

эмитенттер, инвесторлар мен қаржы институттары үшін жаңа мүмкіндіктер ашады.

Бұл есеп Орталық Азия мен Кавказдағы капитал нарықтарын қалыптастыратын факторларды тереңірек түсінуге ұмтылатын инвесторларды, қаржы институттарын, реттеуші органдарды, салалық сарапшыларды және нарық қатысушыларын қоса алғанда, кең аудиторияға арналған. Негізгі үрдістерді, мүмкіндіктер мен шектеулерді айқындай отырып, есеп негізделген шешімдер қабылдауға және өңірдің тұрақты әрі бәсекеге қабілетті қаржы нарықтарын одан әрі дамытуға ықпал етуге бағытталған.

Құрметпен,

Ренат Бектуров
АХҚО Басшысы

ҚЫСҚАРТУЛАР



ҚР ҚНРДА

Қазақстан Республикасының
Қаржы нарығын реттеу және
дамыту агенттігі

AFSA

АХҚО Қаржылық қызметтерді
реттеу комитеті

БҚБ

Баку қор биржасы

ЖІӨ

жалпы ішкі өнім

МК

мемлекеттік кәсіпорын

ЕАДБ

Еуразиялық даму банкі

БЖЗҚ

Бірыңғай жинақтаушы зейнетақы
қоры

ТБИ

Тұтыну бағаларының индексі

МЕКАМ

Қазақстан Республикасының
орта мерзімді мемлекеттік
облигациялары

МЕККАМ

Қазақстан Республикасының қысқа
мерзімді мемлекеттік бағалы
қағаздары

МЕУКАМ

Қазақстан Республикасының
ұзақ мерзімді мемлекеттік
облигациялары

ХВҚ

Халықаралық валюта қоры

ҚМ

Қаржы министрлігі

ХҚИ

халықаралық қаржы институттары

МҚҰ

микроқаржы ұйымы

АХҚО

«Астана» халықаралық қаржы
орталығы

ХОБД

Халықаралық орталық бағалы
қағаздар депозитарийі

млн

миллион

млрд

миллиард

ҚҰБ

Қазақстан Ұлттық Банкі

ҰДО

Ұлттық депозитарлық орталық
(Әзербайжан)

ҚР ҰҚ

ҚР Ұлттық қоры

БАӘ

Біріккен Араб Әмірліктері

ЭЫДҰ

Экономикалық ынтымақтастық
және даму ұйымы

ТШИ

тікелей шетелдік инвестициялар

РЕПО

кері сатып алу туралы келісім

ТМД

Тәуелсіз Мемлекеттер Достастығы

ПШАМЫК

Парсы шығанағындағы араб
мемлекеттері ынтымақтастығы
кеңесі

мың

мың

ОД

Орталық депозитарий

БҚОД

Қазақстанның бағалы қағаздар
орталық депозитарийі

ОКА

Орталық контрагент

ТДМ

Тұрақты даму мақсаттары

AIX

Astana International Exchange,
Астана қаласындағы биржа

AIX CSD

Astana International Exchange
бағалы қағаздарының орталық
депозитарийі

BEPS

салық базасының қысқаруы және
пайданы салық салудан шығару

СВІ

Климаттық облигациялар
бастамасы

ESG

экологиялық, әлеуметтік және
корпоративтік басқару

ETF

биржалық инвестициялық қор

FII

шетелдік институционалдық
инвестор

FTSE

Financial Times Stock Exchange
(FTSE Russell) индексі

HOSE

Хошимин қор биржасы

HNX

Ханой қор биржасы

ICMA

Халықаралық капитал нарықтары
қауымдастығы

IPO

акцияларды бастапқы жария
орналастыру

KASE

Қазақстан қор биржасы

LSEG

Лондон қор биржасы тобы

NPF

алдын ала қаржыландырусыз

PE

тікелей инвестициялар
(жекеменшік капитал)

RNAM

АХҚО қатысушысы болып
табылмайтын танылған мүше

RNAMEI

АХҚО қатысушысы болып
табылмайтын танылған нарық
институты

SPO

акцияларды қайталама жария
орналастыру

МАЗМҰНЫ



4	АЛҒЫСӨЗ
12	1. ҚЫСҚАША ШОЛУ
14	2. ҚАЗАҚСТАННЫҢ МАКРОЭКОНОМИКАЛЫҚ ШОЛУЫ
16	2.1 Қазақстанның ЖІӨ-сі (жалпы ішкі өнім)
20	2.2 Қазақстандағы тікелей шетелдік инвестициялар (ТШИ)
22	2.3 Қазақстанның ақша-несие саясаты
24	2.4 Егемендік кредиттік рейтингтер
26	2.5 Қазақстанның мемлекеттік қорлары: ҚР Ұлттық қоры (ҚР ҰҚ/ҰҚ) және Бірыңғай жинақтаушы зейнетақы қоры (БЖЗҚ)
30	3. ҚАЗАҚСТАННЫҢ КАПИТАЛ НАРЫҚТАРЫНА ШОЛУ
32	3.1 Қолданыстағы құрылым: АІХ және KASE (АХҚО және ҚНРДА)
32	3.1.1 Екі құқықтық жүйе: ұлттық реттеу және АХҚО-ның жалпы құқығы
36	3.1.2 Акциялар нарығының негізгі индикаторлары
40	3.2 Акциялар
40	3.2.1 Акцияларды бастапқы жария орналастыру (IPO)
42	3.2.2 Акциялар нарығының динамикасы және корпоративтік басқару
46	3.3 Борыштық құралдар: корпоративтік және егемендік
48	3.3.1 Корпоративтік облигациялар нарығы
49	3.3.2 Мемлекеттік бағалы қағаздар нарығы
50	3.3.3 Жасыл және ESG-облигациялар нарығы
66	3.4 Ақша нарығы
68	3.5 Бөлшек инвесторлар
70	4. ӨҢІРЛІК ШОЛУ: ӨЗБЕКСТАН, ҚЫРҒЫЗСТАН, ӘЗЕРБАЙЖАН
72	4.1 Өзбекстан
76	4.1.1 Макроэкономикалық шолу
78	4.1.2 Капитал нарығының құрылымы мен инфрақұрылымы
80	4.1.3 Акциялар нарығына шолу
82	4.1.4 Борыштық нарыққа шолу
84	4.1.5 Нарықтың шектеулері және даму траекториясы
86	4.2 Қырғызстан
88	4.2.1 Макроэкономикалық шолу
90	4.2.2 Капитал нарығының құрылымы мен инфрақұрылымы
94	4.2.3 Акциялар нарығына шолу

96	4.2.4 Борыштық құралдар нарығына шолу
98	4.2.5 Нарықтың шектеулері және даму траекториясы
100	4.3 Әзербайжан
102	4.3.1 Макроэкономикалық шолу
104	4.3.2 Капитал нарығының құрылымы мен инфрақұрылымы
109	4.3.3 Акциялар нарығына шолу
110	4.3.4 Борыштық нарыққа шолу
112	4.3.5 Нарықтың шектеулері мен даму траекториясы
114	5. САЛЫСТЫРМАЛЫ ТАЛДАУ: ВЬЕТНАМ, БАӘ ЖӘНЕ ПОЛЬША
116	5.1 FTSE Russell нұсқасы бойынша елдердің жіктелуі
118	5.2 Вьетнам
120	5.2.1 Макроэкономикалық шолу
122	5.2.2 Акциялар нарығына шолу
123	5.2.3 Борыштық нарыққа шолу
124	5.2.4 FTSE нарықтарының жіктелуі: шекаралық нарықтан қайталама дамушы нарыққа өту және оның Қазақстан үшін салдары
126	5.3 БАӘ
128	5.3.1 Макроэкономикалық шолу
129	5.3.2 Нарықты жіктеу және халықаралық позициялау
130	5.3.3 Акциялар нарығына шолу
132	5.3.4 Борыштық нарыққа шолу
134	5.3.5 Кейс: Әбу-Даби капитал нарығын дамытудағы венчурлық капиталдың рөлі және Қазақстан үшін қорытындылар
140	5.4 Польша
142	5.4.1 Макроэкономикалық шолу
144	5.4.2 Акциялар нарығына шолу
148	5.4.3 Борыштық нарыққа шолу
150	5.4.4 Тәжірибелік мысал: Польша тәжірибесінің Қазақстан үшін маңызы
152	6. АХҚО
154	6.1 Кейс: Solidcore және АІХ-тің жаһандық кастодиандық қызмет көрсету тізбектеріне интеграциясы
158	6.2 Қазақстандағы шариғат қағидаттарына сәйкес келетін капитал нарықтарының дамуы
160	6.3 BEPS стандарттарына сәйкестік
161	6.4 Tabadul-мен интеграция
162	6.5 АХҚО-дан тыс танылған мәртебе (RNAM/RNAMI)

АВТОРЛАР

ДИСКЛЕЙМЕР



**Аян
Тулешев**
Директор, Индустрияны талдау департаменті



**Аружан
Кененбаева**
Менеджер, Индустрияны талдау департаменті



**Улан
Кайырбай**
Аға менеджер, Индустрияны талдау департаменті



**Диана
Асаубаева**
Аға менеджер, Индустрияны талдау департаменті

Осы «Қазақстан, Өзбекстан, Қырғызстан және Өзербайжанның капитал нарықтары: даму бағыттары мен үрдістері» атты есеп («Есеп») тек ақпараттық және талдамалық мақсаттарда дайындалған. Ол заңдық, қаржылық, инвестициялық, реттеуші, салықтық немесе кәсіби кеңес болып табылмайды, сондай-ақ қандай да бір қаржы құралдарын сатып алу, сату немесе иелену жөніндегі ұсыныс не қандай да бір инвестициялық стратегияны ұстануға шақыру ретінде қарастырылмауы тиіс.

Осы Есепте қамтылған ақпарат «сол күйінде» ұсынылады. Есеп жарияланған сәтте сенімді деп саналатын дереккөздерге негізделгеніне қарамастан, онда қамтылған ақпараттың, талдамалық материалдардың немесе қорытындылардың дәлдігіне, толықтығына, өзектілігіне немесе сенімділігіне қатысты қандай да бір тікелей не жанама мәлімдемелер немесе кепілдіктер берілмейді.

Осы Есеп тек жалпы ақпараттық мақсаттарға арналған және жан-жақты талдау болып табылмайды. Ол шешім қабылдаудың жалғыз дереккөзі ретінде қарастырылмауы тиіс. Оқырмандарға өздерінің нақты жағдайларын ескере отырып, тәуелсіз талдау жүргізіп, кәсіби мамандарға жүгіну ұсынылады.

Осы Есептің мазмұны өз табиғаты бойынша белгісіз болып табылатын және алдын ала ескертусіз өзгертілуі мүмкін пікірлерді, бағалауларды, болжамдар мен болжамды мәлімдемелерді қамтуы мүмкін. Нақты нәтижелер мұндай мәлімдемелерде көрсетілген немесе жанама түрде меңзелген нәтижелерден едәуір өзгеше болуы мүмкін. Осы Есепте қамтылған ақпаратты пайдалану толықтай сіздің жеке тәуекеліңізге байланысты жүзеге асырылады. Біз осы Есепті немесе оның мазмұнын пайдалану нәтижесінде туындаған кез келген шығындар немесе залал үшін жауапкершілік алмаймыз.

Осы Есепте ақпараттық мақсатта немесе жалпы түсінік беру үшін үшінші тараптардың деректері, жарияланымдары немесе материалдары пайдаланылуы мүмкін. Мұндай сілтемелер мақұлдауды білдірмейді және біз кез келген үшінші тарап материалдарының немесе веб-сайттарының дәлдігі, заңдылығы немесе мазмұны үшін жауап бермейміз.

Осы Есептегі ешбір ақпарат оқырман мен авторлар, тең авторлар немесе аффилирленген ұйымдар арасында шарттық, фидуциарлық немесе консультациялық қатынастарды орнату ретінде түсіндірілмеуі тиіс.

Біз осы Есепте ұсынылған ақпарат негізінде жасалған кез келген әрекеттер немесе қабылданған шешімдер үшін жауапкершілік алмаймыз.

Қолданыстағы заңнамада жол берілетін ең жоғары деңгейде біз осы Есепті пайдалануға немесе оны пайдалану мүмкін еместігіне байланысты туындаған кез келген тікелей, жанама, кездейсоқ, арнайы, салдарлы немесе айыппұлдық залалдар үшін жауапкершілік ала алмаймыз.

Осы Есептің ағылшын тіліндегі нұсқасы мен басқа тілдердегі кез келген аудармалары арасында айырмашылықтар туындаған жағдайда, ағылшын тіліндегі нұсқа басым күшке ие болады. Біз алдын ала хабарламай-ақ осы Есепке кез келген уақытта өзгерістер енгізу, оны жаңарту немесе қайта қарау құқығын өзімізде қалдырамыз.

ҚЫСҚАША ШОЛУ

1

Қазақстан, Өзбекстан, Қырғызстан және Әзербайжанның капитал нарықтары әрбір нарықтың ұлттық басымдықтары мен ерекшеліктерін көрсететін дәйекті институционалдық трансформация аясында дамып келеді. Макроэкономикалық тұрақтылықтың нығаюы, реттеу ортасының дамуы және нарықтық инфрақұрылымның жаңғыртылуы одан әрі өсуге негіз қалыптастыруда: назар біртіндеп базалық институттарды қалыптастырудан өтімділікті тереңдетуге, құралдар аясын кеңейтуге және нарықтың жекелеген сегменттерінің функционалдығын арттыруға ауысуда.

ҚАЗАҚСТАН ЕҢ ДАМУҒАН КАПИТАЛ НАРЫҚТАРЫНА ИЕ

Қарастырылып отырған елдер арасында Қазақстан капитал нарықтарының неғұрлым қалыптасқан архитектурасына ие, бұған инвестициялық деңгейдегі егемен кредиттік рейтинг, ішкі жинақтардың елеулі көлемі және салыстырмалы түрде дамыған нарықтық инфрақұрылым ықпал етеді. Қазақстанның бірегей институционалдық артықшылығы – Қазақстанның азаматтық-құқықтық жүйесі аясында жұмыс істейтін биржаның (KASE) және «Астана» халықаралық қаржы орталығы (АХҚО) шеңберінде ағылшын жалпы құқығының қағидаттары бойынша жұмыс істейтін биржаның қатар қызмет етуі. KASE ұлттық валютадағы өтімділікті және эталондық мөлшерлемелердің қалыптасуын қамтамасыз етсе, АІХ трансшекаралық шығарылымдарды, халықаралық кастодиандық жүйелерге қосылуды, исламдық бағалы қағаздарды шығаруды және жаһандық институционалдық инвесторлар үшін қолжетімділікті жеңілдетеді.

Өңірдің басқа нарықтары өздерінің стратегиялық басымдықтарына сәйкес дамудың әртүрлі бастапқы кезеңдерінде тұр. Өзбекстан мемлекет үйлестіретін реформалар кезеңінен өтуде, бұл ретте борыштық құралдар нарығы белсенділік бойынша жетекші орын алады. Қырғызстан өзінің нарықтық архитектурасы мен техникалық инфрақұрылымын нығайтуға

басымдық беруде. Әзербайжан кезең-кезеңімен және құрылымдық даму стратегиясын қабылдап, нарыққа қатысуды кеңейту мен эмитенттерді даярлау бойынша белсенді жұмыс жүргізуде.

Халықаралық тәжірибе капитал нарығының жетілу деңгейі мен жаһандық индекстердегі жіктелуіне тек нарық көлемі ғана емес, сонымен қатар институттардың сапасы, операциялық қолжетімділік және реттеудің жүйелілігі де әсер ететінін көрсетеді. Осы тұрғыда Вьетнамның, БАӘ-нің (Әбу-Даби қ.) және Польшаның даму траекториялары өзекті бағдарлар ұсынады. Олар кезең-кезеңімен жүргізілетін реформалар мен халықаралық стандарттарға орнықты сәйкестіктің инвестициялар ағынын ұлғайтып, инвесторлардың сенімін нығайта алатынын көрсетеді.

Жалпы алғанда, өңірдің капитал нарықтары ұзақ мерзімді қаржыландыруды жұмылдырудағы өз рөлін біртіндеп күшейте отырып, дамуын жалғастыруда. Одан арғы ілгерілеу өтімділікті тереңдетуге, эмитенттер мен инвесторлар базасын кеңейтуге, сондай-ақ нарықтық тәжірибелерді халықаралық стандарттарға жақындатуға байланысты болады.

ҚАЗАҚСТАННЫҢ
МАКРО-
ЭКОНОМИКАЛЫҚ
ШОЛУЫ

2

Қазақстанның макроэкономикалық ортасы жалпы алғанда капитал нарықтарын дамыту үшін қолайлы негіз қалайды. Үкіметтің 2029 жылға қарай 450 млрд АҚШ доллары деңгейіндегі мақсатты көрсеткіші аясында, атаулы ЖІӨ 2024 жылы 291,2 млрд АҚШ долларына жетті; сонымен қатар елдің жетекші үш агенттіктен де инвестициялық кредиттік рейтингтер бар және басқарудағы жиынтық мемлекеттік жинақтары 110 млрд АҚШ долларынан асады. Сонымен қатар, ақша-кредит саясатының қатаңдауы — 2025 жылдың қазан айында базалық мөлшерлеменің 18%-ға дейін өсуі — теңгенің әлсіреуімен және ТШИ ағынының төмендеуімен ұштасып, капитал нарықтары еңсеруі тиіс қысқа мерзімді кедергілерді тудыруда.

НЕГІЗГІ КӨРСЕТКІШТЕР

↓

291,2
млрд АҚШ долл.

2024 жылғы атаулы ЖІӨ (үкіметтің мақсатты көрсеткіші — 2029 жылға қарай 450 млрд АҚШ долл.)

63,6 млрд АҚШ долл.

ҚРҰҚ егеменді қорының активтері 2025 жылғы қарашадағы жағдай бойынша

46,7 млрд АҚШ долл.

БЖЗҚ зейнетақы қорының активтері 2025 жылғы қазанның соңындағы жағдай бойынша

18%

ҚРҰБ базалық мөлшерлемесі 2025 жылғы қазандағы жағдай бойынша — қайта өсе бастаған инфляцияны тежеу мақсатында көтерілді

12.4%

Тұтынушылық бағалар индексінің (ТБИ) жылдық көрсеткіші 2025 жылғы қарашадағы жағдай бойынша

Инвестициялық
деңгей

Жетекші үш агенттіктің барлығынан егеменді несиелік рейтингтер: S&P BBB-, Moody’s Baa1, Fitch BBB

17,8 млрд АҚШ долл.

2024 жылғы ТШИ жалпы ағыны, 2023 жылғы 23,9 млрд АҚШ долл. көрсеткішімен салыстырғанда төмендеу байқалады

2. ҚАЗАҚСТАННЫҢ МАКРОЭКОНОМИКАЛЫҚ ШОЛУЫ

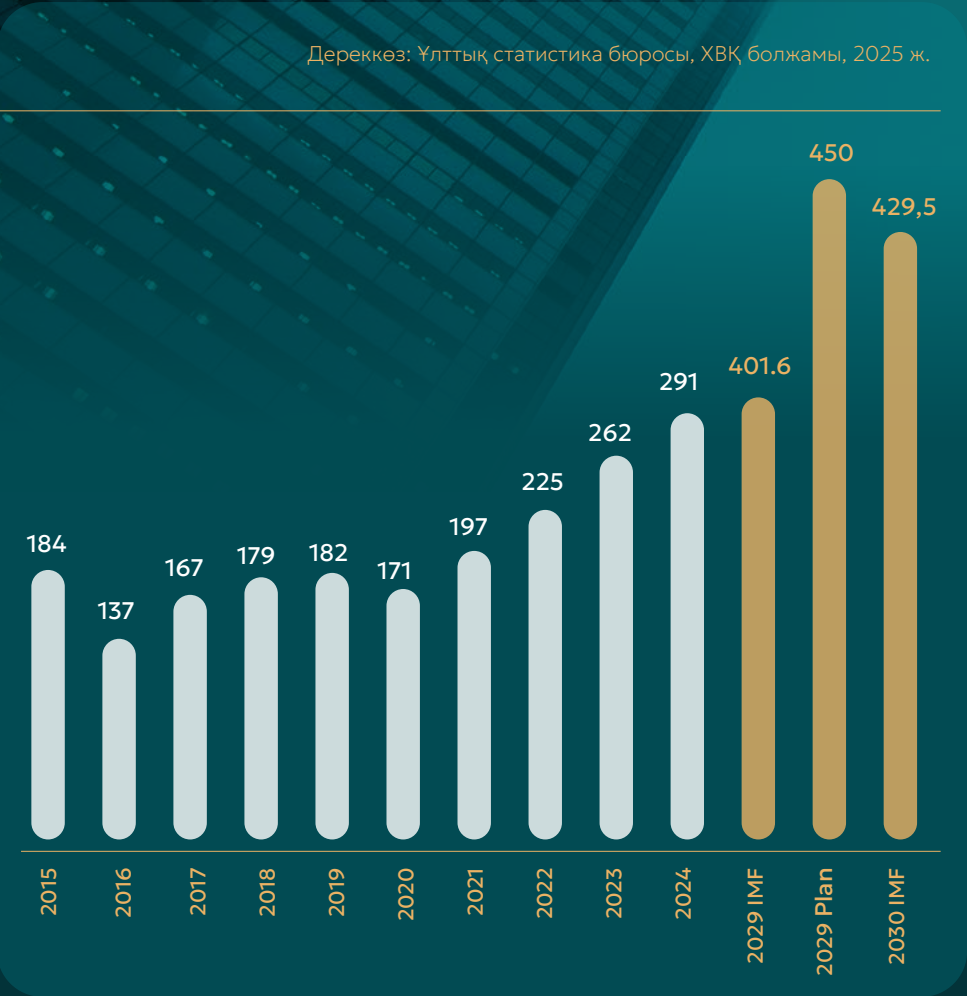
ҚАЗАҚСТАННЫҢ ЖІӨ

2.1

Сурет 1

Қазақстанның
номиналды ЖІӨ-сі, млрд
АҚШ доллары

Орталық Азиядағы ең ірі экономика болып табылатын Қазақстан соңғы он жыл ішінде тұрақты өсімді көрсетіп келеді. 2024 жылы номиналды ЖІӨ көлемі 291,2 млрд АҚШ долларына жетті. Ел Үкіметі 2029 жылға қарай бұл көрсеткішті 450 млрд АҚШ долларына дейін жеткізуді мақсат етіп отыр. Халықаралық валюта қорының (ХВҚ) 2025 жылға арналған болжамдарына сәйкес, 2030 жылға қарай Қазақстанның ЖІӨ көлемі шамамен 429,5 млрд АҚШ долларын құрауы мүмкін.



Сурет 2

Қазақстанның жан басына
шаққандағы ЖІӨ-сі, мың
АҚШ доллары

Қазақстандағы жан басына шаққандағы табыс динамикасы түзету кезеңінен өтіп, кейін тұрақты қалпына келу және өсу траекториясына көшті. Сыртқы конъюнктураның нашарлауы және макроэкономикалық бейімделу аясында жан басына шаққандағы ЖІӨ 2015 жылғы 10,5 мың АҚШ долларынан 2016 жылы 7,7 мың АҚШ долларына дейін төмендеді. Содан бері бұл көрсеткіш тұрақты өсімді көрсетіп келеді. 2024 жылға қарай жан басына шаққандағы ЖІӨ 14,4 мың АҚШ долларына жетіп, 2015 жылға дейінгі деңгейден асты. ХВҚ болжамдарына сәйкес, 2030 жылға қарай Қазақстандағы бұл көрсеткіш шамамен 20,0 мың АҚШ долларына дейін өсуі мүмкін.



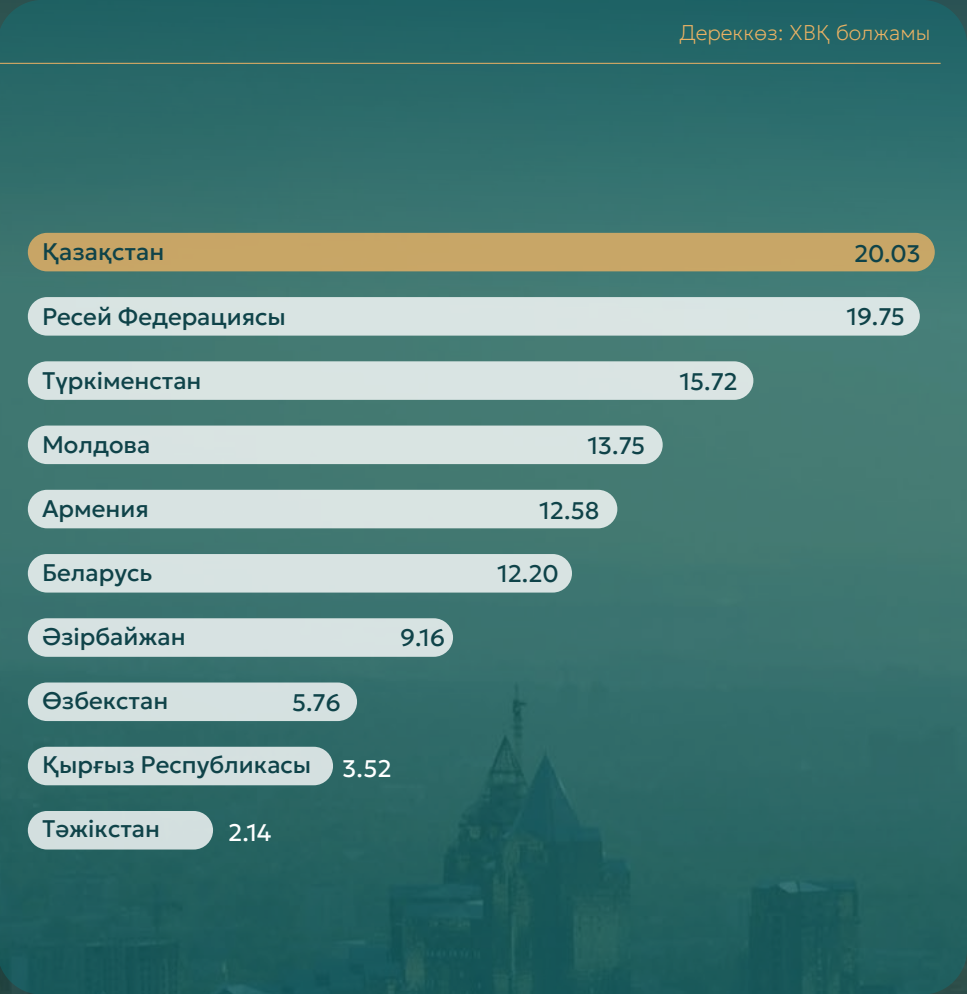
2. ҚАЗАҚСТАННЫҢ МАКРОЭКОНОМИКАЛЫҚ ШОЛУЫ

2.1

Сурет 3

ХВҚ болжамы: 2030 жылға қарай ТМД елдеріндегі жан басына шаққандағы ЖІӨ, мың АҚШ доллары

Өңірлік салыстыруда Қазақстан болжамдарға сәйкес ТМД елдері арасында табыс деңгейі бойынша көшбасшы позициясын сақтап қалады. ХВҚ бағалауы бойынша, 2030 жылға қарай республикадағы жан басына шаққандағы ЖІӨ шамамен **20,0 мың АҚШ долларына жетеді**, бұл Ресей Федерациясы үшін күтілетін көрсеткіштен (**19,8 мың АҚШ доллары**.) сәл жоғары.



Сурет 4

Қазақстан ЖІӨ-сінің салалық құрылымы, %

2015–2024 жылдар аралығында Қазақстан ЖІӨ-сінің салалық құрылымы салыстырмалы түрде тұрақты болып қалды. Өңдеуші өнеркәсіп пен өндіруші сектор жиынтығында **жалпы қосылған құнның шамамен төрттен бір бөлігін** тұрақты түрде қалыптастырып келеді, бұл экономика үшін өнеркәсіп пен табиғи ресурстар өндірудің маңыздылығының сақталып отырғанын көрсетеді. Сауда саласының үлесі біртіндеп өсіп, 2015 жылғы шамамен 17%-дан 2024 жылы 19%-ға дейін жетті. Құрылыс, көлік және ауыл шаруашылығы салыстырмалы түрде шағын үлес қосады, ал олардың үлесі аталған кезең ішінде тек орташа ауытқуларды көрсетті.

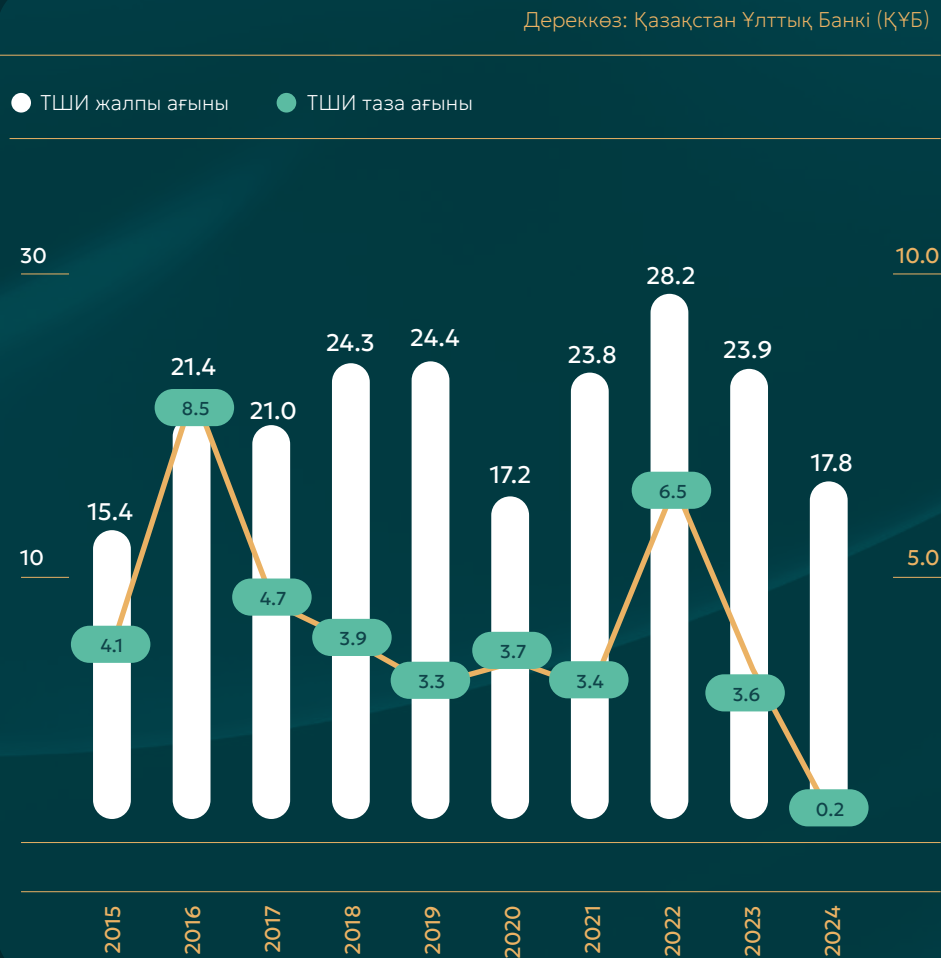


Номиналды және жан басына шаққандағы ЖІӨ-нің тұрақты өсуі Қазақстанда ішкі инвесторлар базасының кеңеюіне ықпал етіп, мемлекеттік кірістердің артуына және жергілікті капитал нарықтарының ұзақ мерзімді әлеуетінің нығаюына әсер етеді.

ҚАЗАҚСТАНҒА ТАРТЫЛҒАН ТІКЕЛЕЙ ШЕТЕЛДІК ИНВЕСТИЦИЯЛАР (ТШИ)

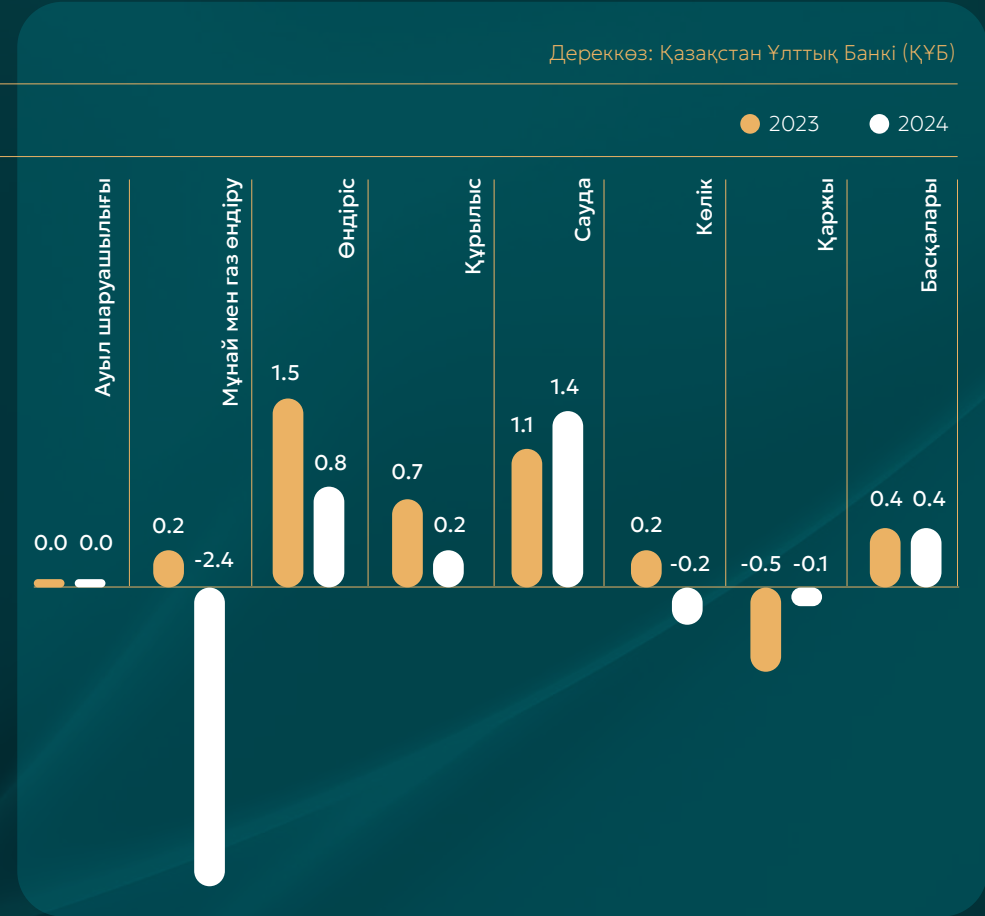
Сурет 5
ТШИ ағыны,
млрд АҚШ доллары.

2024 жылы Қазақстанда тікелей шетелдік инвестициялар (ТШИ) көлемінің төмендеуі тіркелді: жалпы ағын 23,9 млрд АҚШ долларынан 17,8 млрд АҚШ долларына дейін қысқарды. 2022 жылы 6,5 млрд АҚШ долларына жеткен таза ағын 2023 жылы 4 млрд АҚШ долларынан төмен деңгейге дейін қысқарып, 2024 жылы нөлге жуықтады, бұл капитал қозғалысының құбылмалылығының артқанын көрсетеді.



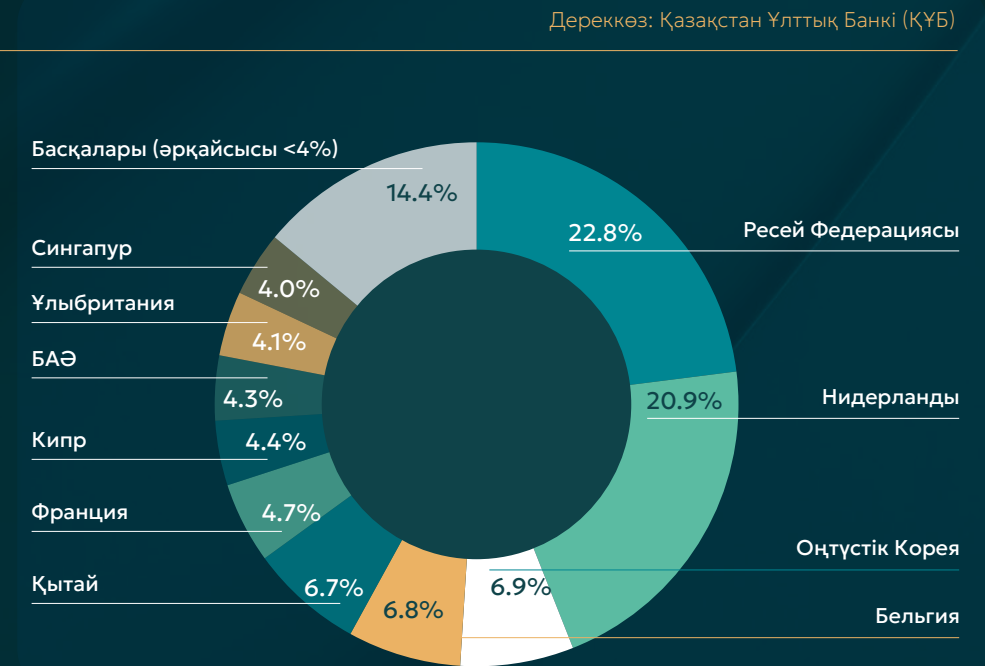
Сурет 6
2024 ж. секторлар бойынша ТШИ-дің таза ағыны (кетуі), млрд АҚШ доллары.

Төмендеу ең алдымен дәстүрлі түрде шетелдік капиталдың негізгі алушысы болып келген өндіру секторға, әсіресе мұнай-газ саласына инвестициялардың қысқаруымен байланысты болды. Қайта инвестицияланған пайданың азаюы және шикізат секторындағы жаңа жобалар санының қысқаруы ТШИ жалпы динамикасына теріс әсер етті.



Сурет 7
Қазақстан: елдер бойынша ТШИ-дің жалпы ағыны, 2024 жыл

2024 жылы елге тартылған тікелей шетелдік инвестициялардың құрылымы да өзгерді. Ең ірі инвестор Ресей, одан кейін Нидерланды, сондай-ақ Оңтүстік Корея, Бельгия және Қытайдан елеулі көлемде инвестициялар тартылды. Сонымен қатар, ТШИ көлемінің ең елеулі қысқаруы АҚШ, Нидерланды, Швейцария және Қытай тарапынан тіркелді.



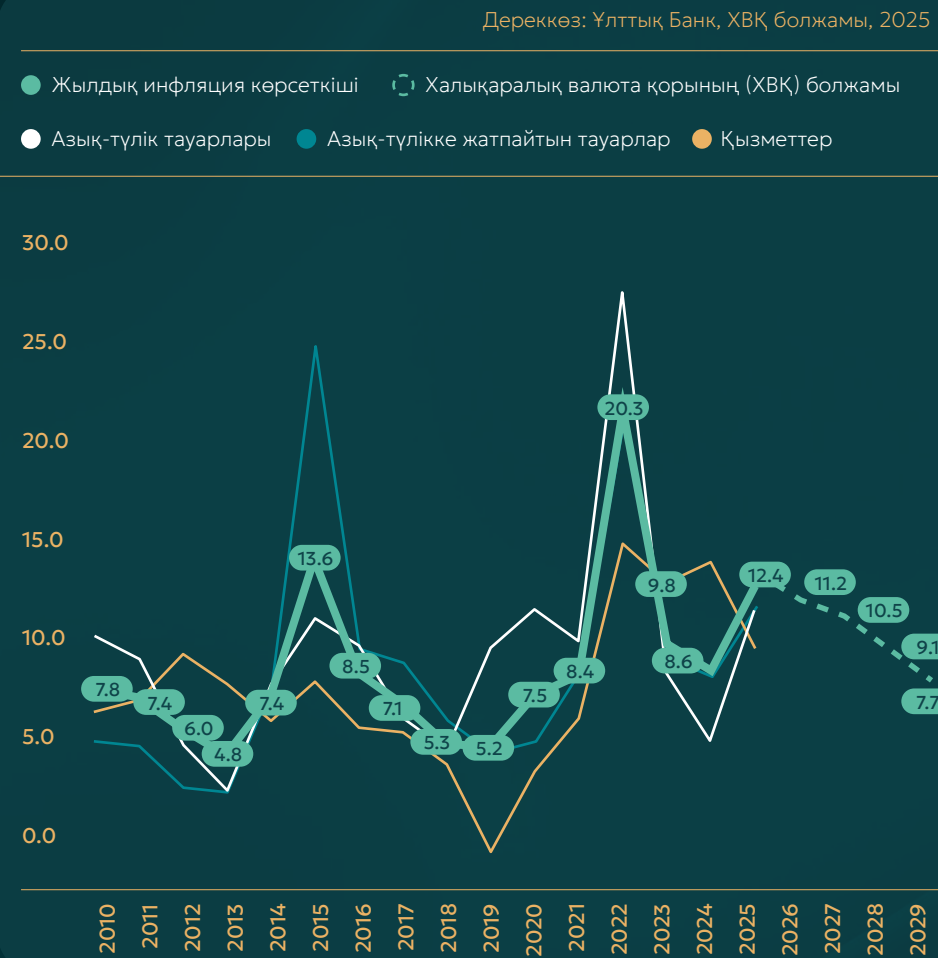
2. ҚАЗАҚСТАННЫҢ МАКРОЭКОНОМИКАЛЫҚ ШОЛУЫ

ҚАЗАҚСТАННЫҢ АҚША-НЕСИЕ САЯСАТЫ

2013–2024 жылдар аралығында Қазақстандағы инфляция динамикасы құбылмалы болып қалды. **2013 жылы 4,8%** деңгейіндегі төмен көрсеткіштен кейін инфляция **2022 жылы 20,3%-ға** дейін жеделдеп, баға қысымының күшеюін көрсетті, одан кейін **2024 жылы 8,6%-ға** дейін төмендеді. Ақылы қызметтердің бағасы жылдық мәнде 13,3-ға өсті (2023 жылғы 12,4%-бен салыстырғанда), ал азық-түлік емес тауарлар бойынша инфляция 8,3%-ды құрады (9,1%-дан төмендеді), ал азық-түлік бағасының өсуі 5,5%-ға дейін баяулады (8,5%-дан). **2025 жылғы қарашада** инфляция қайтадан **12,4%-ға** дейін өсті, бұл баға қысымының қайта күшейгенін көрсетеді.

Сурет 8
Тұтыну бағаларының индексі (ТБИ) бойынша жылдық көрсеткіш, нақты деректер (2010 ж. — 2025 ж. қараша) және ХВҚ болжамы (2025–2029 жж.)

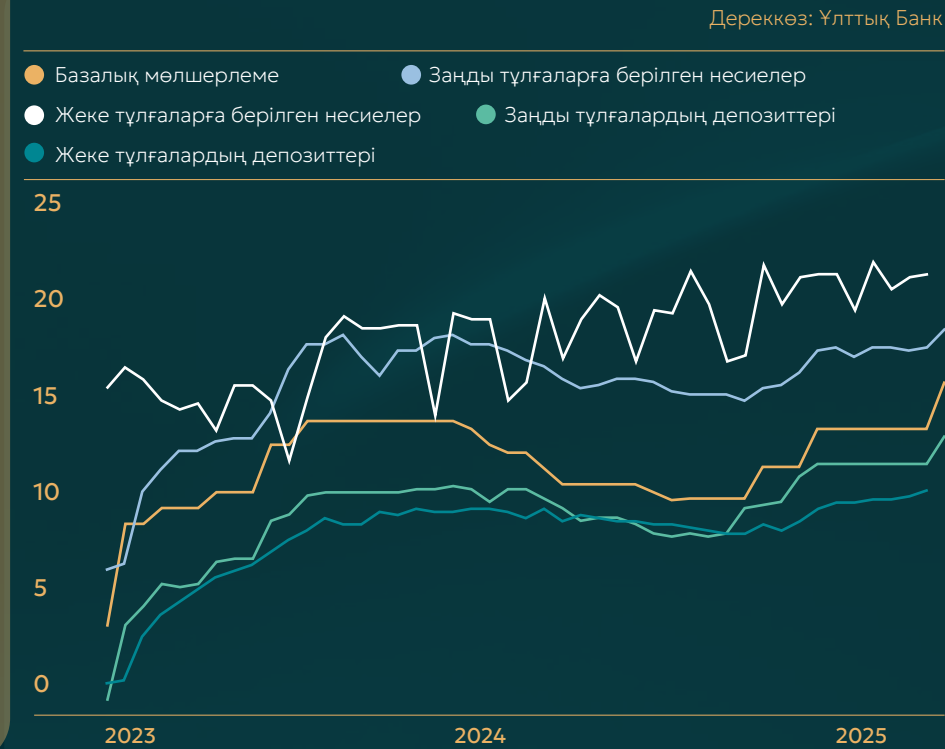
ХВҚ болжамдарына сәйкес қатаң ақша-несие саясаты сақталған жағдайда, **инфляция біртіндеп: 2026 жылғы 11,2%-дан 2029 жылы 7,7%-ға дейін төмендейді.**



Сурет 9
Теңгедегі базалық, кредиттік және депозиттік мөлшерлемелер, % (2022 ж. — 2025 ж. қазан)

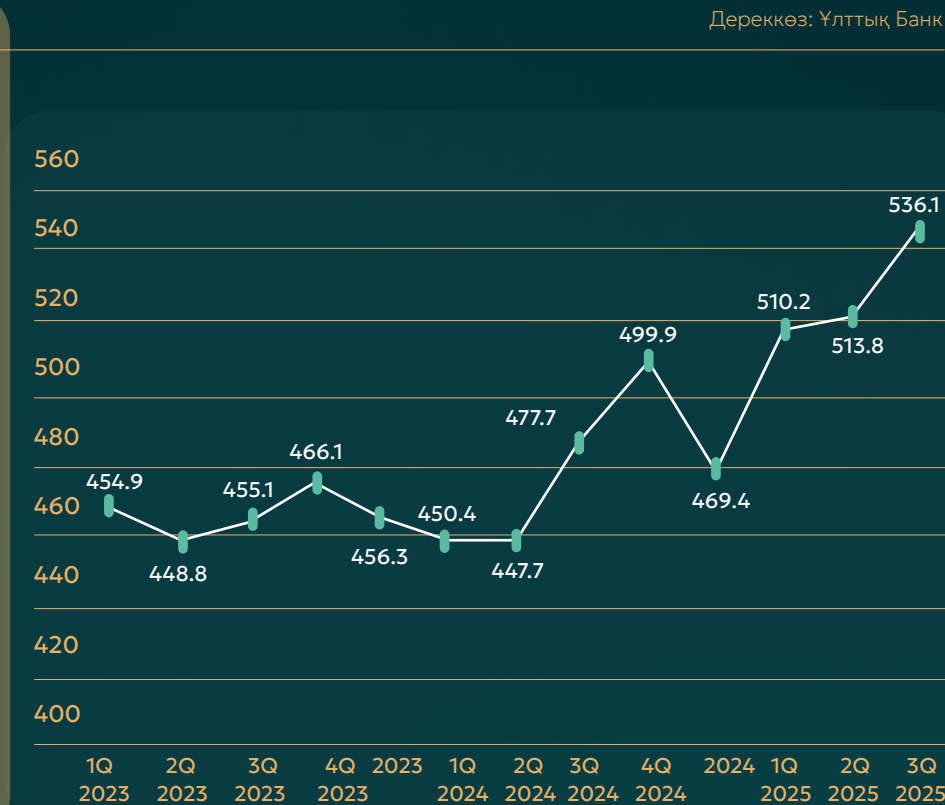
Осы жағдай аясында **2025 жылғы 10 қазанда** Қазақстанның Ұлттық Банкі **базалық мөлшерлемені 18%-ға¹** дейін көтерді. Бұл шешім депозиттер мен несиелердің барлық сегменттері бойынша мөлшерлемелердің өсуіне әкеліп, ақша-несие саясаты сигналдарының берілу тетігінің тиімділігін растады. 2025 жылғы қазан айындағы жағдай бойынша корпоративтік депозиттер бойынша орташа мөлшерлемелер 16,3%-ды, халықтың салымдары бойынша 14,6%-ды құрады, ал несиелік мөлшерлемелер жоғары деңгейде сақталды: компаниялар үшін 19,7%, ал үй шаруашылықтары үшін 21,5%.

¹ National Bank of Kazakhstan Raises Base Rate to 18% to Curb Rising Inflation



Сурет 10
Теңгенің АҚШ долларына қатысты номиналды айырбас бағамы (KZT/USD)

2024 жылы инфляцияның баяулауына қарамастан, қарыздық қаржыландыру құны жоғары деңгейде сақталды, бұл инфляциялық күтулердің сақталуын, несиелік тәуекелдердің жоғары болуын және қатаң ақша-несие шарттарын көрсетеді. 2024 жылы теңге АҚШ долларына шаққанда орташа жылдық 469,4 теңге деңгейіне дейін әлсіреді, бұл ретте ұлттық валютаға қысым жыл соңына қарай күшейе түсті. 2025 жылы әлсіреу жалғасты: үшінші тоқсанда USD/KZT бағамы АҚШ доллары үшін шамамен 536 теңге деңгейіне жетті.



ЕГЕМЕНДІК КРЕДИТТІК РЕЙТИНГТЕР

Қазақстанда үш жетекші халықаралық рейтингтік агенттіктің барлығынан инвестициялық деңгейдегі кредиттік рейтинг бар:

- S&P Global Ratings**
Қазақстанға тұрақты болжаммен BBB- рейтингін берді.
- Moody’s Investors Service**
елдің рейтингін тұрақты болжаммен Baa1 деңгейінде бағалайды.
- Fitch Ratings**
тұрақты болжаммен BBB рейтингін берді.

Қазақстанның кредиттік рейтингтері елді Кавказ және Орталық Азия мемлекеттері арасындағы кредиттік спектрдің неғұрлым мықты бөлігінде орналастырады. Олар тұрақты макроэкономикалық негіздерді, елеулі фискалдық және сыртқы резервтерді, сондай-ақ мемлекеттік қарыздың қалыпты деңгейін көрсетеді, сонымен қатар экономиканың шикізат тауарлары бағасының циклдеріне сақталып отырған тәуелділігін ескереді.

Егемендік кредиттік рейтингтер тәуелсіз қорлар, зейнетақы қорлары және басқа да институционалдық инвесторлар үшін негізгі бағдар болып табылады. Олар Қазақстанның қарыз алу құнына, капитал нарықтарына қолжетімділігіне және ішкі әрі халықаралық нарықтардағы мемлекеттің де, квазимемлекеттік эмитенттердің де борыштық құралдарына инвесторлардың қызығушылығына әсер етеді.

Сурет 11

Егемендік кредиттік рейтингтердің салыстырмасы

Дереккөз: Moody’s Corporation, S&P Global, Fitch Ratings Inc.

↑ Позитивті ● Тұрақты ↓ Негативті

			MOODY’S	S&P	FITCH	
ЕҢ ЖОҒАРЫ ДЕҢГЕЙ	Aaa					AAA
ЖОҒАРЫ ИНВЕСТИЦИЯЛЫҚ ДЕҢГЕЙ	Aa1 Aa2 Aa3					AA+ AA AA-
ЖОҒАРЫ ОРТА ИНВЕСТИЦИЯЛЫҚ ДЕҢГЕЙ	A1 A2 A3					A+ A A-
ТӨМЕН ОРТА ИНВЕСТИЦИЯЛЫҚ ДЕҢГЕЙ	Baa1 Baa2 Baa3	ҚАЗАҚСТАН ●				BBB+ BBB BBB-
СПЕКУЛЯТИВТІ ДЕҢГЕЙ / ИНВЕСТИЦИЯЛЫҚ ЕМЕС ДЕҢГЕЙ	Ba1 Ba2 Ba3	ӘЗІРБАЙЖАН ↑	ҚАЗАҚСТАН ↑	ӘЗІРБАЙЖАН ●		BB+ BB BB-
ЖОҒАРЫ СПЕКУЛЯТИВТІ ДЕҢГЕЙ	B1 B2 B3	ӨЗБЕКСТАН ↑	ӨЗБЕКСТАН ●	ӨЗБЕКСТАН ●		B+ B B-
АЙТАРЛЫҚТАЙ ТӘУЕКЕЛ	Caa1 Caa2 Caa3	ҚЫРҒЫЗСТАН ↑	ҚЫРҒЫЗСТАН ●	ҚЫРҒЫЗСТАН ●		CCC+ CCC CCC-
ШЕКТІ СПЕКУЛЯТИВТІ / ДЕФОЛТ АЛДЫНДАҒЫ ДЕҢГЕЙ	Ca					CC
ДЕФОЛТ	C					D

ҚАЗАҚСТАННЫҢ МЕМЛЕКЕТТІК ҚОРЛАРЫ: ҚРҰҚ ЖӘНЕ БЖЗҚ

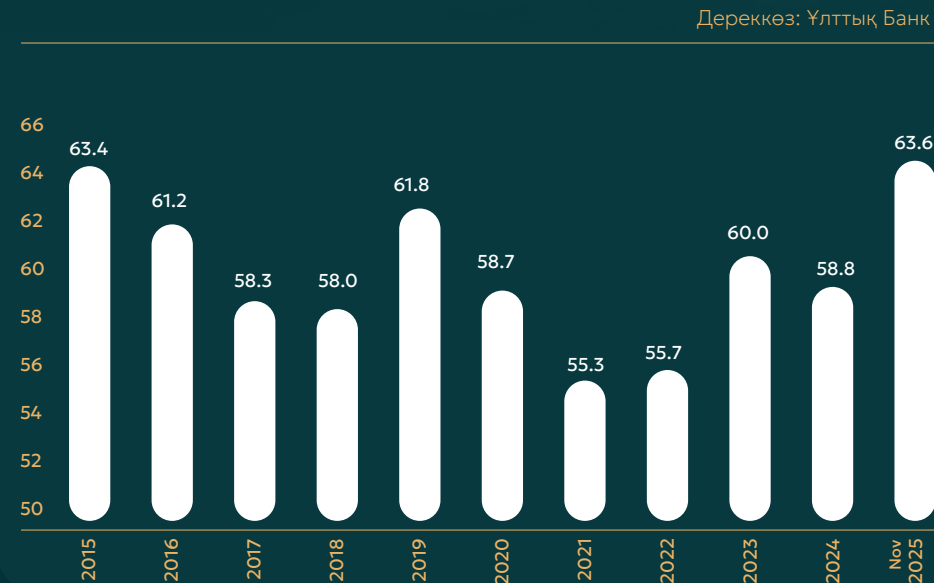
Қазақстанның макроэкономикалық базасы екі ірі мемлекеттік қорға — Қазақстан Республикасының Ұлттық қорына (ҚР ҰҚ) және Бірыңғай жинақтаушы зейнетақы қорына (БЖЗҚ) сүйенеді. Жиынтығында олар бюджеттік тұрақтандыруда, ұзақ мерзімді жинақтарды қалыптастыруда және ішкі қаржы нарығын дамытуда негізгі рөл атқарады.

Қазақстан Республикасының Ұлттық қоры (ҚРҰҚ)

2000 жылы құрылған Қазақстан Республикасының Ұлттық қоры екі функцияны — тұрақтандыру және жинақтау функцияларын атқарады. Қор мұнай-газ кірістерінің құбылмалығының бюджетке әсерін жұмсартуға және болашақ ұрпақ үшін ұзақ мерзімді жинақтарды қалыптастыруға көмектеседі. Активтерді негізінен халықаралық қаржы нарықтарында орналастыру экономиканың шикізат секторына жоғары тәуелділігімен байланысты тәуекелдерді әртараптандыруға да ықпал етеді.

Сурет 12
Қазақстан Республикасының Ұлттық қорының (ҚР ҰҚ) валюталық активтері, млрд АҚШ доллары.

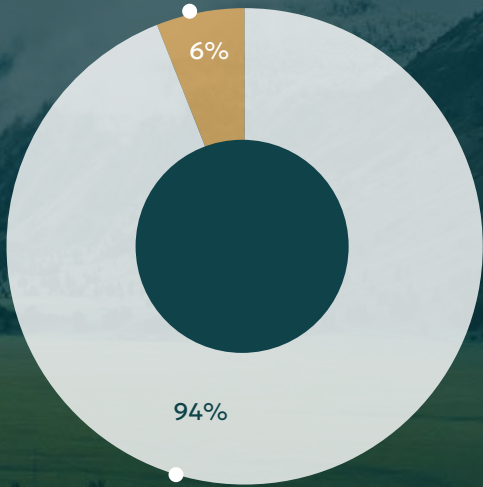
ҚР ҰҚ-дың валюталық активтері 2015 жылғы 63,4 млрд АҚШ долларынан 2021 жылы 55,3 млрд АҚШ долларына дейін қысқарды, бұл шикізат секторынан түсетін кірістердің төмендеуімен және бюджеттік трансферттермен байланысты болды. Кейіннен активтер көлемі қалпына келіп, 2024 жылы 58,8 млрд АҚШ долларына жетті және 2025 жылғы қарашадағы жағдай бойынша 63,6 млрд АҚШ долларына дейін өсті.



Сурет 13
Ұлттық қор портфелінің құрылымы, 2024 ж.

2024 жылы Қазақстан Республикасы Ұлттық Банкінің деректеріне сәйкес, ҚР ҰҚ активтерінің 94%-ы жинақтау портфелінде орналастырылды. Оның құрылымында қаражаттың 55% пайызы тіркелген кірістілігі бар құралдарға инвестицияланған, бұл ретте акциялардың үлесі алдыңғы жылмен салыстырғанда артты.

Тұрақтандыру портфелі

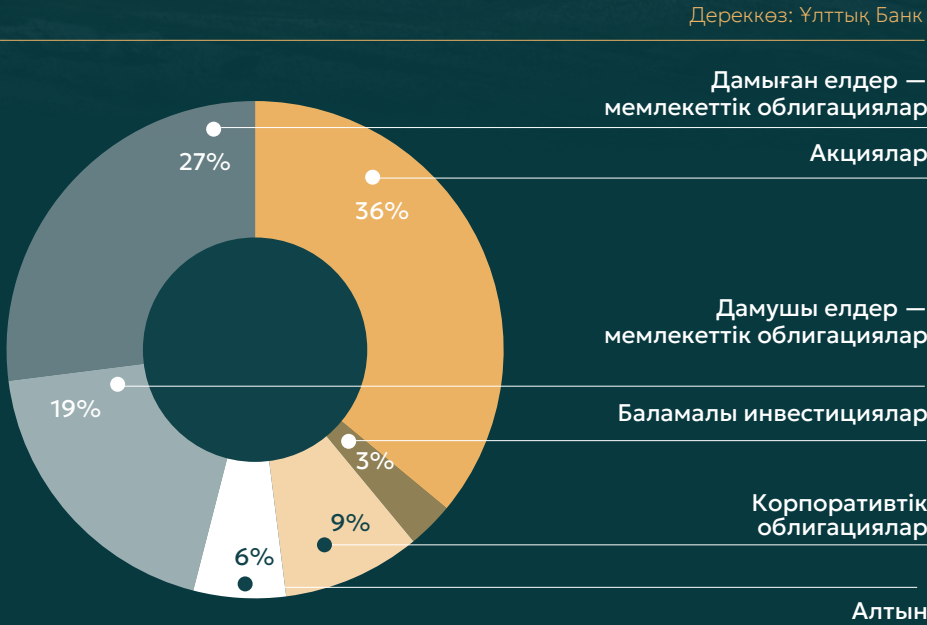


Жинақтау портфелі

ҚР ҰҚ активтерін Қазақстан Республикасының Ұлттық Банкі және сыртқы басқарушы компаниялар басқарады. Егер мұндай компания АХҚО аумағында тіркелген болса, онда ҚР ҰҚ активтерін әлеуетті басқарушыға Ұлттық Банктің қағидаларына сәйкес бағалау жүйесінде қосымша баллдар есептеледі.

Сурет 14
Ұлттық қордың жинақтау портфелі, % 2024 ж.

Жинақтау портфелі шеңберінде активтер негізінен белгіленген кірістілігі бар құралдарға орналастырылған, бұл портфельдің тұрақтылығы мен өтімділігін қолдайды. Бұл ретте соңғы жылдары акцияларға, алтынға және баламалы активтерге салымдардың үлесі артты. Мұндай динамика тәуекелдің консервативті профилін сақтай отырып, ұзақ мерзімді кірістілікті арттыруға бағытталған қордың инвестициялық стратегиясының біртіндеп әртараптандырылуын көрсетеді.



2. ҚАЗАҚСТАННЫҢ МАКРОЭКОНОМИКАЛЫҚ ШОЛУЫ

2.5

Бірыңғай
жинақтаушы
зейнетақы қоры
(БЖЗҚ)

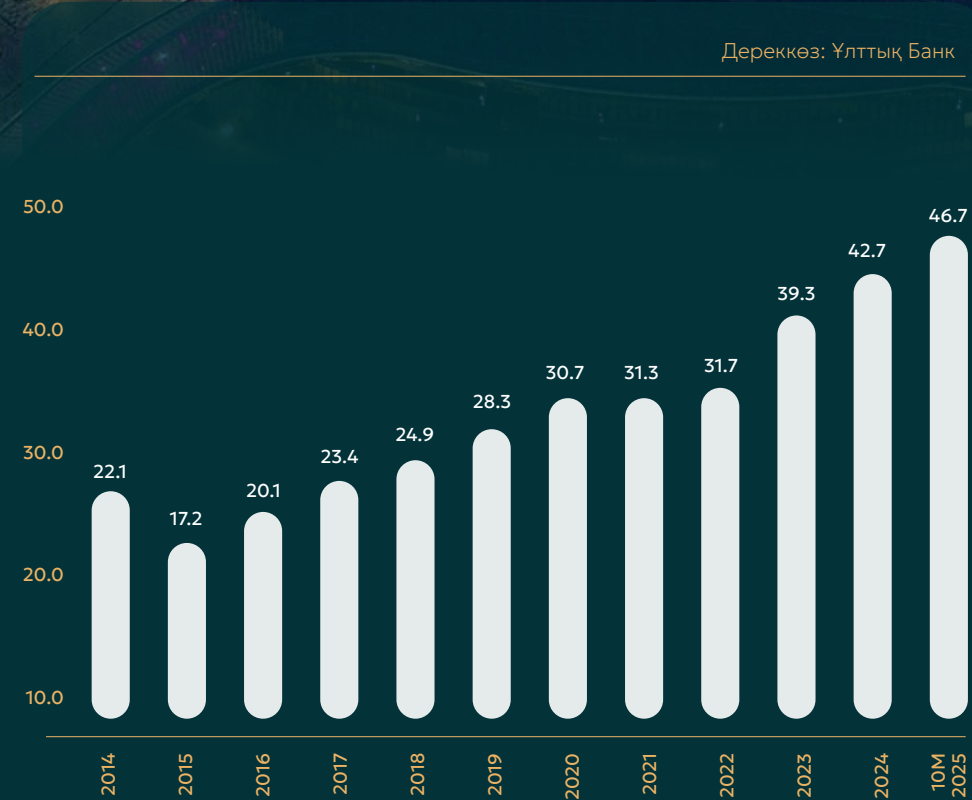
Бірыңғай жинақтаушы зейнетақы қоры (БЖЗҚ) Қазақстанның зейнетақы жүйесінде орталық орын алады, жұмыс істейтін халықтың міндетті зейнетақы жарналарын жинақтап және әкімшілендіреді. Зейнетақы активтерін инвестициялау болашақ зейнетақы төлемдері үшін жинақтарды сақтауға және көбейтуге бағытталған, ал зейнетақы жүйесінің өзі ішкі қаржы нарығындағы ұзақ мерзімді институционалдық капиталдың негізгі көздерінің бірі болып табылады.

Активтер және
инвестициялар
құрылымы

2024 жылдың соңында БЖЗҚ активтері 42,7 млрд АҚШ долларын құраса, 2025 жылғы қазанның соңына қарай 46,7 млрд АҚШ долларына дейін ұлғайды. Активтердің өсуіне, басқа да факторлармен қатар, зейнетақы жарналарының тұрақты түсуі, инвестициялық кіріс және бөлек активтердің оң қайта бағалануы ықпал етті.

Сурет 15
Кезең соңындағы
зейнетақы қорының
активтері, млрд АҚШ
доллары

БЖЗҚ жалпы тәуекел профилінің консервативті сипатын сақтай отырып, қаражатты ішкі және халықаралық актив кластары арасында бөлетін **диверсификацияланған инвестициялық стратегияны** ұстанады.



Сурет 16
Зейнетақы жинақтары
активтерінің құрылымы,
%

2025 жылдың соңында БЖЗҚ активтері 42,7 млрд АҚШ долларын құраса, 2025 жылғы қазанның соңына қарай 46,7 млрд АҚШ долларына дейін ұлғайды. Активтердің өсуіне, басқа да факторлармен қатар, зейнетақы жарналарының тұрақты түсуі, инвестициялық кіріс және бөлек активтердің оң қайта бағалануы ықпал етті.



ҚАЗАҚСТАННЫҢ КАПИТАЛ НАРЫҚТАРЫНА ШОЛУ

3

НЕГІЗГІ ҚОРЫТЫНДЫЛАР



2.17 млн.

AIX CSD-дегі бөлшек брокерлік шоттар 2025 жылғы қыркүйектегі жағдай бойынша — 2020 жылғы 103 000-мен салыстырғанда

81 млрд АҚШ долл.

2025 жылғы қыркүйектегі жағдай бойынша айналыстағы облигациялардың жалпы көлемі ЖІӨ-нің 42,5%-ын құрады.

62.1%

2024 жылы жеке тұлғалар қалыптастырған акциялардың қайталама нарығындағы үлесі

819 млн АҚШ долл.

2024 жылы AIX-тегі борыштық құралдар саудасының көлемі — биржа үшін тарихи максимум

7.5 млрд АҚШ долл.

AIX-те тартылған борыштық капитал

2.3x

2024 жылы KASE-де корпоративтік облигацияларды алғашқы орналастырудың жылдық мәндегі өсімі

AIX-те 176 эмитент

KASE-де 276 эмитент

2025 жылғы қыркүйектегі жағдай бойынша

Қазақстанның капитал нарығы тоғысқан үш күштің әсерінен құрылымдық тереңдеуден өтуде: мемлекеттік кәсіпорындардың маңызды IPO толқыны, цифрлық платформалар арқылы бөлшек инвесторларды жедел жұмылдыру және қос биржа экожүйесінің қалыптасуы. Бұл жүйеде KASE теңгедегі ішкі нарықтың өтімділігін қамтамасыз етсе, AIX халықаралық қолжетімділікті және өнімдердің кеңірек желісін ұсынады. Борыштық құралдар нарығы жүйенің негізі болып табылады — айналымдағы облигациялар көлемі 81 млрд АҚШ долларынан асады, ал бөлшек сегменттің трансформациясы акциялар саудасының құрылымын өзгертуде: жеке тұлғалар 2024 жылы акциялардың қайталама нарығындағы айналымның 62%-дан астамын қамтамасыз етті.

ҚЫСҚАША
ШОЛУ



ҚОЛДАНЫСТАҒЫ ҚҰРЫЛЫМ: AIX ЖӘНЕ KASE (АХҚО ЖӘНЕ ҚНРДА)

ЕКІ ҚҰҚЫҚТЫҚ ЖҮЙЕ: ҰЛТТЫҚ РЕТТЕУ ЖӘНЕ АХҚО-НЫҢ ЖАЛПЫ ҚҰҚЫҒЫ

3.1.1

Негізгі қорытындылар



Екі құқықтық жүйе:

Нарық екі құқықтық жүйе шеңберінде жұмыс істейді. KASE/ ҚНРДА ұлттық реттеуі Қазақстан Республикасының заңнамасына негізделген және бөлшек инвесторларды қоса алғанда, инвесторлардың кең ауқымын қорғауға бағытталған. АХҚО/AIX/ АФСА режимі Англия мен Уэльстің жалпы құқық қағидаттарына негізделген, сондай-ақ инвесторларды қорғауды көздейді және халықаралық инвесторлармен байланысты сегменттерде ұлттық реттеуді толықтырады.

Мемлекеттің қатысуы бар компаниялардың елеулі рөлі:

мемлекеттің қатысуы бар ірі эмитенттер, соның ішінде квазимемлекеттік сектор компаниялары, жария капитал нарығының маңызды бөлігі және инвесторлар үшін бағалы қағаздардың негізгі көзі болып қала береді.

Биржалық айналым құрылымы:

биржадағы сауда айналымының едәуір бөлігі қысқа мерзімді РЕПО операцияларына тиесілі, ал акциялар нарығы неғұрлым белсенді сегменттермен салыстырғанда шектеулі тереңдігін сақтап отыр.

АХҚО-ның стратегиялық рөлі:

АХҚО-ның құқықтық ортасы құрылымдау бойынша мамандандырылған тәсілдер мен халықаралық инвесторларға бағытталған құралдар маңызды болып табылатын қалыптасып келе жатқан баламалы нарықтарды (венчурлік капитал, тікелей инвестициялар, хедж-қорлар) дамытуға арналған негізгі құрал ретінде қарастырылады.

Капитал нарықтарының негіздері және екі құқықтық жүйе

Капитал нарығы — бұл компаниялар мен ұйымдар қаржыландыру тартатын, ал инвесторлар капиталды қаржы құралдарына орналастыратын жүйе. Биржалар ұйымдастырылған сауда алаңдары рөлін атқарады, олардың қызметі нарықтың қағидаларына, қадағалауына және тұрақтылығына жауап беретін уәкілетті органдармен реттеледі. Қазақстанда әртүрлі құқықтық жүйелерде жұмыс істейтін екі негізгі биржалық алаң қызмет етеді: Қаржы нарығын реттеу және дамыту агенттігі (ҚНРДА) реттейтін Қазақстан қор биржасы (KASE) және Astana International Exchange (AIX) қор биржасы.

AIX-тен бөлек, АХҚО капитал нарығының инфрақұрылымына сондай-ақ Astana Financial Services Authority (AFSA) реттеушісінен көпжақты сауда алаңы (Multilateral Trading Facility, MTF) және орталық контрагент (Central Counterparty, CCP) ретінде қызметті жүзеге асыруға рұқсат алған International Trading System Ltd. (ITS) кіреді

3. ҚАЗАҚСТАННЫҢ КАПИТАЛ НАРЫҚТАРЫНА ШОЛУ

3.1.1

Екі құқықтық жүйе:
ұлттық реттеу және
жалпы құқық

Екі алаң арасындағы негізгі айырмашылық олардың құқықтық және реттеушілік негізінде жатыр. KASE Қазақстан Республикасының ұлттық заңнамасы мен реттеуі шеңберінде жұмыс істейді, ал бағалы қағаздар нарығын реттеуді ҚНРДА жүзеге асырады. Бұл жүйе ішкі нарықты дамытуға, сауда-саттықтың ашықтығын қамтамасыз етуге және бөлшек инвесторларды қоса алғанда, инвесторлардың кең ауқымын қорғауға бағытталған.

Өз кезегінде, AIX Англия мен Уэльстің жалпы құқық қағидаттарына негізделген АХҚО-ның² ерекше құқықтық режимі шеңберінде жұмыс істейді және AFSA тарапынан реттеледі. Мұндай құқықтық модель инвесторларды қорғауды халықаралық стандарттар мен тәжірибелерге бағдарланған реттеуші жүйемен ұштастырады, бұл шетелдік инвесторларды тартуға, трансшекаралық мәмілелерді құрылымдауға және неғұрлым күрделі қаржы құралдарын листингтеуге жағдай жасайды.

² AIFC.kz

АХҚО-ның құқықтық ортасы халықаралық реттеу стандарттары мен неғұрлым күрделі қаржы өнімдерін қажет ететін венчурлік капиталды, тікелей инвестицияларды және хедж-қорларды қоса алғанда, баламалы нарықтарды дамыту үшін негізгі катализатор ретінде стратегиялық тұрғыдан қарастырылады. АХҚО-ның капитал нарығына қатысушылар үшін негізгі артықшылықтарына мыналар жатады:

1

Күрделі қаржы құралдары: реттеудің икемділігі AIX-ке юаньдағы облигацияларды (RMB-бондтар), биржалық инвестициялық қорларды (ETF), трансшекаралық листингтерді және мамандандырылған исламдық қаржы құралдарын қоса алғанда, өнімдердің неғұрлым кең спектрін листингке шығаруға, сондай-ақ АҚШ доллары (USD), теңге (KZT), фунт стерлинг (GBP) және қытай юані (CNY) сияқты негізгі валюталардың кез келгенінде есеп айырысуларды жүзеге асыруға мүмкіндік береді.

2

Арнайы салық режимі: BEPS стандарттарына сәйкес келетін жеңілдікті салық режимі негізгі артықшылықтарды ұсынады, оның ішінде корпоративтік табыс салығынан, қосылған құн салығынан, жеке табыс салығынан ықтимал босату, сондай-ақ компания қызметінің түріне байланысты нарықтық операциялардан түсетін табысқа әртүрлі жеңілдіктер қарастырылған.

Бөлек орталық
депозитарийлер (ОД)

- KASE және БҚОД: Бағалы қағаздардың орталық депозитарийі (БҚОД)³ KASE-де жасалған мәмілелер бойынша клиринг жүргізеді және есеп айырысуды жүзеге асырады. Ол ұлттық орталық депозитарий болып табылады және Қазақстан Республикасының азаматтық-құқықтық юрисдикциясы шеңберінде жұмыс істейді. БҚОД негізінен теңгемен номинирленген бағалы қағаздармен жұмыс істейді және ұлттық банктік әрі нарықтық қағидаларға сәйкес қызмет етеді.
- AIX және AIX CSD: AIX орталық депозитарийі (AIX CSD) AIX алаңында сауда-саттыққа жіберілген бағалы қағаздар бойынша клиринг жүргізеді және есеп айырысуды жүзеге асырады. Аталған ұйым АХҚО-ның жалпы құқық жүйесі шеңберінде жұмыс істейді және халықаралық өзара іс-қимыл үшін құрылған. Ең маңыздысы, AIX CSD Euroclear сияқты ірі халықаралық кастодиандармен және есеп айырысу инфрақұрылымдарымен тікелей байланыс арналары орнатқан. AIX CSD мен Euroclear арасындағы бұл өзара іс-қимыл Қазақстанның нарықтық инфрақұрылымының жаһандық қаржы жүйесімен интеграциялануына ықпал етеді, жергілікті қатысушыларға халықаралық кастодиандық қызмет көрсетудің қалыптасқан тетіктері арқылы Euroclear талаптарына сәйкес келетін халықаралық бағалы қағаздарға қол жеткізуге мүмкіндік береді. AIX CSD-ден бөлек, АХҚО экожүйесіне «Астана» халықаралық қаржы орталығының Қаржылық қызметтерді реттеу комитеті (АХҚО Қаржылық қызметтерді реттеу комитеті (AFSA)) Халықаралық сауда алаңында (ITS) жасалатын мәмілелерге қызмет көрсетуге рұқсат алған бағалы қағаздардың орталық депозитарийі — ITS CSD Ltd. де кіреді.

³ Kase.kz

3. ҚАЗАҚСТАННЫҢ КАПИТАЛ НАРЫҚТАРЫНА ШОЛУ

АКЦИЯЛАР НАРЫҒЫНЫҢ
НЕГІЗГІ ИНДИКАТОРЛАРЫ

31.2

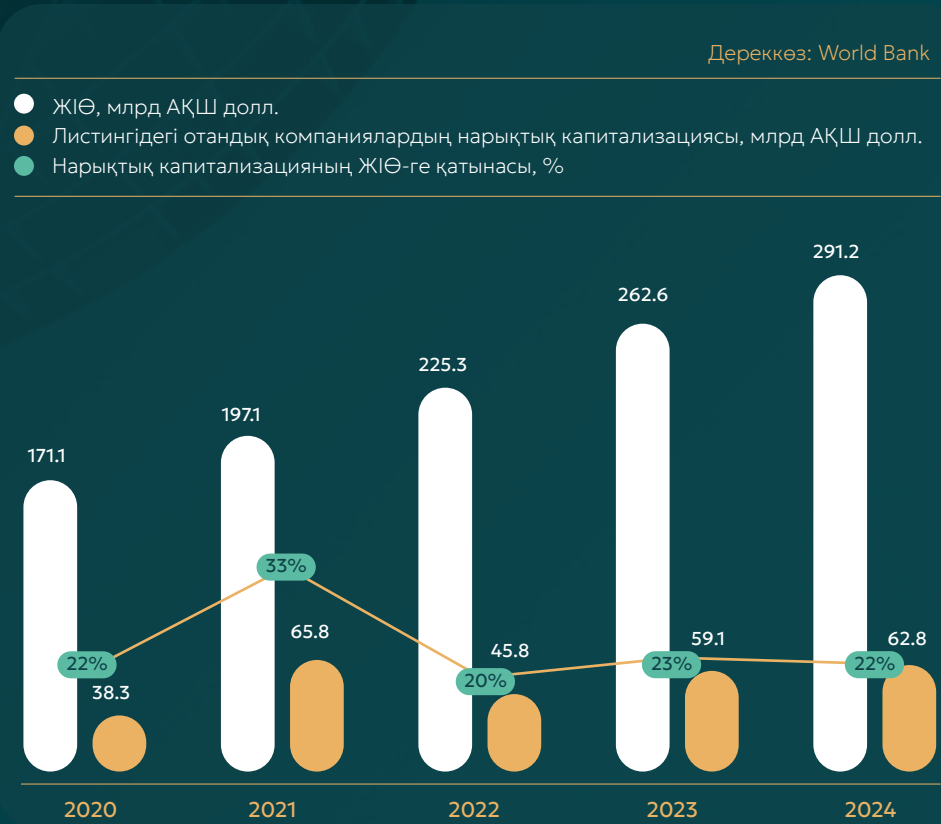
Қазақстан экономикасының тұрақты номиналды өсімі акционерлік капитал нарығын одан әрі дамытуға негіз қалайды. Сонымен қатар акциялар нарығы капитализациясының ЖІӨ-ге қатынасы салыстырмалы түрде төмен деңгейде қалып отыр⁴, бұл нарық тереңдігінің әзірге шектеулі екенін және өтімді құралдар базасын кеңейту әлеуетінің бар екенін көрсетеді. Бұл көрсеткіштің 2021 жылғы ЖІӨ-нің 33%-зынан 2022 жылы 20%-ға дейін төмендеуі нарықтың сыртқы факторларға және активтердің қайта бағалануына сезімтал екенін де көрсетеді.

⁴ Market capitalization of listed domestic companies (% of GDP) – Kazakhstan, World Bank Group

Сурет 17

Қазақстанның ЖІӨ-сі, млрд АҚШ доллары. АҚШ доллары, және қор нарығының капитализациясы, ЖІӨ-ге %-бен

Осы жағдай аясында ірі ұлттық компанияларды жекешелендіру және олардың акцияларын орналастыру бағдарламасы нарықты одан әрі дамытудың маңызды факторына айналуы мүмкін. «Қазақстан темір жолы» ҰК» АҚ және «QazaqGaz» ҰК» АҚ акцияларын күтілетін орналастырулар, мұндай мәмілелер санының шектеулі болуына қарамастан, нарықтық капитализацияның өсуін қолдауға, өтімді құралдар базасын кеңейтуге және қайталама нарықтағы белсенділіктің дамуына ықпал етуі мүмкін.

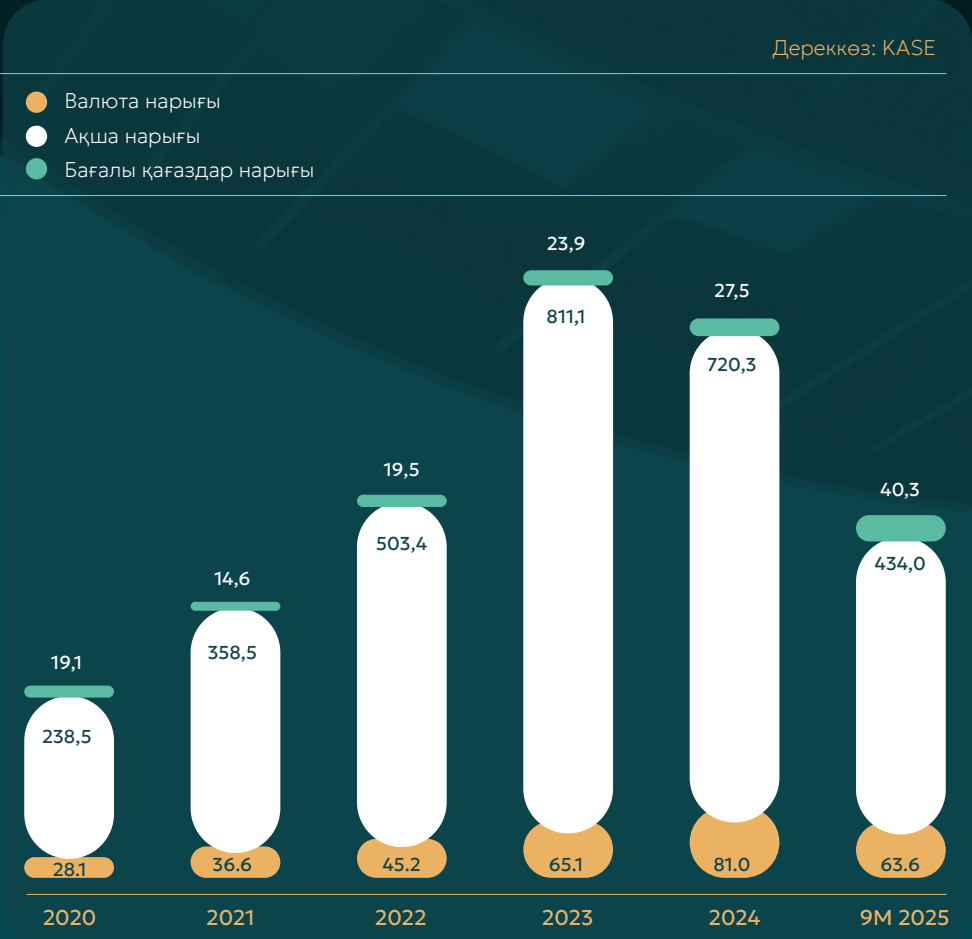


Сурет 18

KASE-тегі сауда-саттық көлемі, млрд АҚШ доллары

KASE-дегі сауда құрылымы биржаның жиынтық айналымының негізгі бөлігін ақша нарығы қалыптастыратынын көрсетеді. 2020–2024 жылдары сауда-саттықтың жалпы көлемі абсолюттік мәнде жоғары деңгейде сақталып, 2023 жылы ең жоғары көрсеткішке жетті, содан кейін 2024 жылы орташа төмендеу байқалды. Бағалы қағаздар нарығы сауда-саттықтың жалпы құрылымында салыстырмалы түрде шағын үлесті иеленеді, ал көлемі бойынша екінші сегмент болып қалатын валюта нарығы ақша нарығынан едәуір артта қалып отыр.⁵

⁵ KASE annual report, 2024
⁶ KASE announces exchange market results for Q3 and nine months of 2025



KASE деректеріне сәйкес, 2025 жылдың алғашқы тоғыз айында биржа айналымының өсуі негізінен бағалы қағаздар нарығындағы белсенділіктің артуымен, ең алдымен мемлекеттік және корпоративтік облигациялар саудасының есебінен байланысты болды. Сонымен қатар акциялар нарығындағы белсенділік шектеулі деңгейде қалып отырды, бұл сауда белсенділігінің борыштық құралдарда шоғырлануының сақталып отырғанын көрсетеді.

Ақша нарығы KASE-дегі сауда-саттықтың ең ірі сегменті болып қала береді және оған негізінен РЕПО операциялары, банкаралық

орналастырулар және қаржы институттары пайдаланатын өтімділікті басқарудың басқа да қысқа мерзімді құралдары кіреді.⁶ 2025 жылдың алғашқы тоғыз айындағы ақша нарығы айналымының төмендеуі капитал нарығындағы белсенділік динамикасын емес, өтімділікті басқару операцияларындағы өзгерістерді көрсетеді. Туынды қаржы құралдарымен сауда-саттық абсолюттік мәнде мардымсыз деңгейде қалып отыр. Сонымен қатар бұл сегменттің дамуы болашақта нарық қатысушыларының хеджирлеу және тәуекелдерді басқару мүмкіндіктерін кеңейтуі мүмкін.

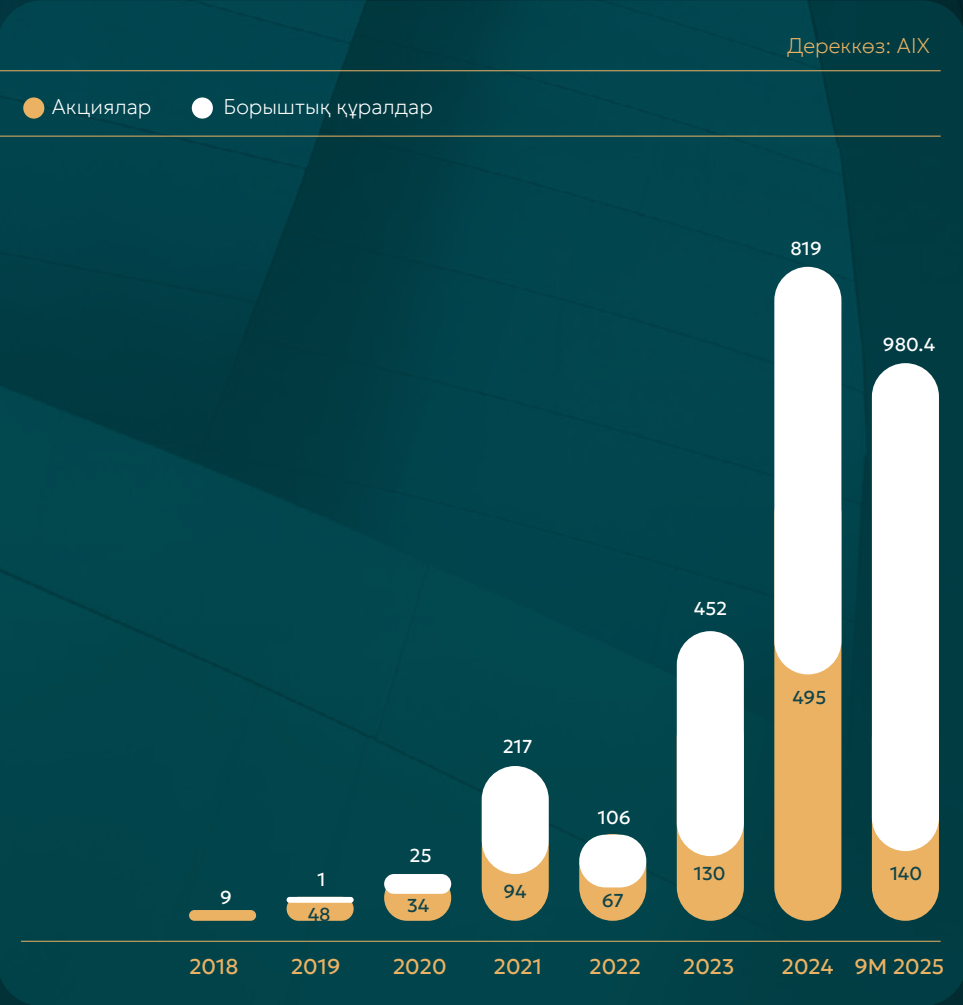
3. ҚАЗАҚСТАННЫҢ КАПИТАЛ НАРЫҚТАРЫНА ШОЛУ

3.1.2

Сурет 19

АІХ-тегі сауда-саттық көлемі, млрд АҚШ доллары

Соңғы бес жылда АІХ-тегі сауда көлемі айтарлықтай өсті, бұл ретте айналымның негізгі бөлігі борыштық бағалы қағаздарға тиесілі. 2024 жылы борыштық құралдармен сауда-саттықтың жалпы көлемі 819 млн АҚШ долларына жетсе, акциялармен сауда көлемі 495 млн АҚШ долларын құрап, биржа тарихындағы ең жоғары көрсеткіш болды. 2018–2020 жылдардағы орташа белсенділіктен кейін сауда көлемі 2021 жылдан бастап айтарлықтай жеделдеді, бұл эмиссия көлемінің өсуін, инвесторлар шеңберінің кеңеюін және капитал тарту мен қайталама сауда алаңы ретінде АІХ-ті пайдаланудың барған сайын белсенді болуын көрсетеді.⁷

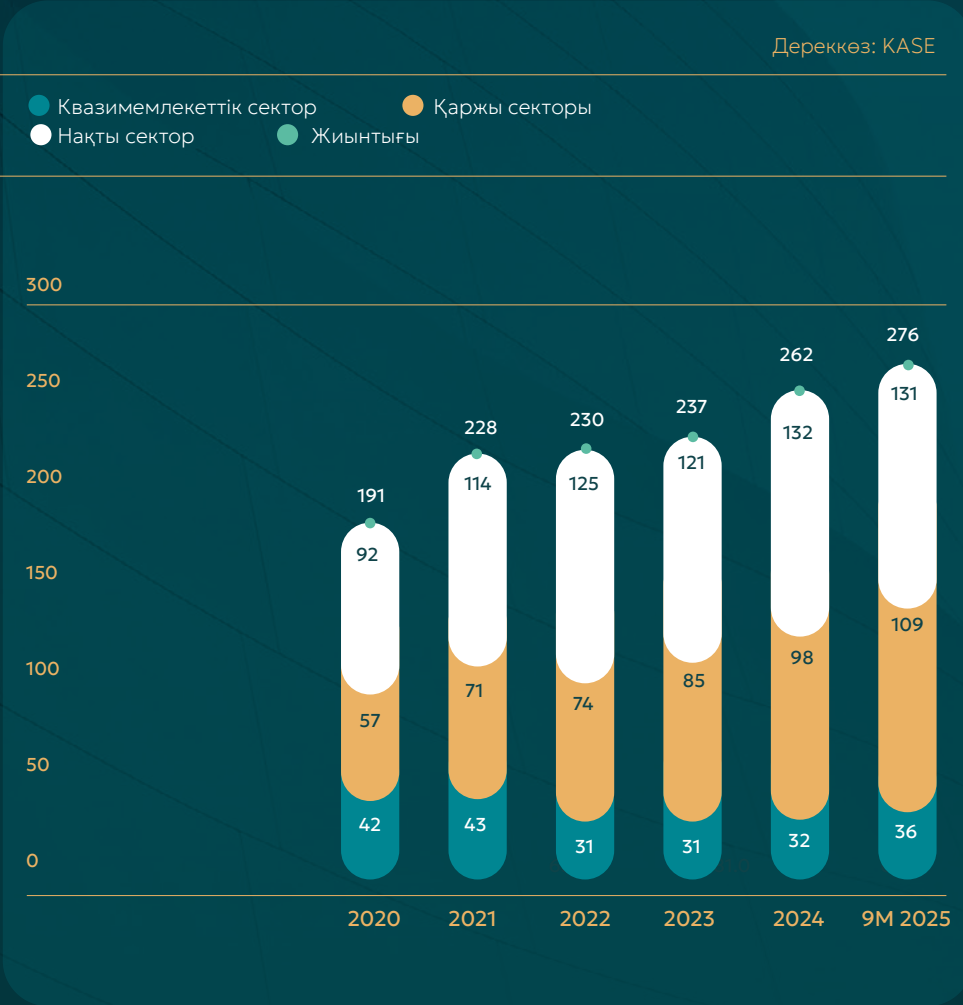


⁷ Capital Markets Overview, Q3 2025

Сурет 20

Экономика салалары бойынша эмитенттер (KASE)

2020 жылдан кейін белсенділіктің төмендеуіне қарамастан, квазимемлекеттік сектор нарықтағы маңызды рөлін сақтап отыр, соның ішінде іске асырылған мәмілелер мен мемлекеттік қатысуы бар компаниялардың күтілетін орналастырулары есебінен. Соңғы жылдары KASE-дегі листингтің кеңеюі едәуір дәрежеде қаржы секторы есебінен қамтамасыз етілуде: ол листингтегі компаниялар санының өсуінің негізгі драйвері болып, жаңа эмитенттердің көбеюі бойынша нақты сектордан айтарлықтай озып отыр.⁸ Сонымен қатар нақты сектор бүкіл кезең бойы абсолюттік мәнде эмитенттердің ең көп санын сақтап келеді.



⁸ Newsletter, 2025 by KASE

3. ҚАЗАҚСТАННЫҢ КАПИТАЛ НАРЫҚТАРЫНА ШОЛУ

АКЦИЯЛАР

АКЦИЯЛАРДЫ БАСТАПҚЫ ЖАРИЯ ОРНАЛАСТЫРУ (IPO) 3.2.1

Мемлекеттік қатысуы бар ірі компаниялардың IPO сериясы Қазақстанның акциялар нарығын дамытудың маңызды факторларының біріне айналып, оның танымалдылығын арттырды, инвесторлардың қатысуын кеңейтті және өтімділіктің өсуін қолдады. 2022 жылдан бастап «Самұрық-Қазына» қоры экономиканың стратегиялық маңызды секторларында мемлекеттік бақылауды сақтай отырып, жекелеген активтерді жекешелендіруді көздейтін трансформация стратегиясын жүзеге асырып келеді. Осы тәсіл аясында қор бірқатар портфельдік компаниялардың акцияларын орналастыруды жүзеге асырды⁹.

Осы тәсіл аясында қор бірқатар портфельдік компаниялардың акцияларын орналастыруды жүзеге асырды. Мемлекеттік қатысуы бар ірі эмитенттер, соның ішінде «Қазатомөнеркәсіп» ҰАҚ» АҚ, «ҚазМұнайГаз» ҰК» АҚ және «Эйр Астана» АҚ IPO-ны сәтті өткізіп, нарықтың танымалдылығын арттырып, акциялар нарығындағы ірі компаниялардың үлесін кеңейтті. Бұл мәмілелер Қазақстанның капитал нарықтарына қосымша серпін беріп, халық тарапынан қызығушылықты арттырды, соның нәтижесінде жеке инвесторлар санының өсуі қолдау тапты. Мемлекеттік қатысуы бар басқа да ірі компаниялардың күтілетін орналастырулары алдағы жылдары нарықтың өсуін қосымша қолдауы мүмкін.

Акциялар нарығының өсуі, ең алдымен, жеке және институционалдық инвесторлар белсенділігінің артуымен байланысты:

1

Бөлшек инвесторлар белсенділігінің өсуі: Жинақтарды әртараптандыру қажеттілігі, онлайн-сауда платформаларының дамуы және қаржылық сауаттылықтың артуы аясында жергілікті жеке инвесторлардың қатысуы айтарлықтай өсті. «ҚазМұнайГаз» ҰК» АҚ және «Эйр Астана» АҚ акцияларын орналастыру барысында бөлшек инвесторлар орналастырылған акциялардың елеулі үлесін иеленіп, бұл халықтың жария нарыққа деген қызығушылығының артып келе жатқанын растады.

2

Инвесторлардың сенімі және институционалдық базаның кеңеюі: Зейнетақы қоры, ұлттық қор және халықаралық холдингтерді қоса алғанда, институционалдық инвесторлар тарапынан қызығушылық артып келеді. Мысалы, 2024 жылғы ақпанда өткен «Эйр Астана» IPO-сына 70-тен астам институционалдық инвестор қатысты. Бұл көрсеткіш халықаралық салыстыруда әлі де орташа деңгейде болғанымен, ол нарықтың институционалдық базасының біртіндеп кеңейіп келе жатқанын көрсетеді. Елдің экономикалық тұрақтылығы мен өсу әлеуеті халықаралық институционалдық инвесторлардың қызығушылығын қалыптастырады, ал олардың инвестициялық критерийлері Қазақстанның корпоративтік басқару мен тұрақты даму саласындағы халықаралық стандарттарды енгізуге бейілділігімен үйлеседі.

Табысты IPO-лардың және технологиялық даму есебінен инвестициялық құралдарға қолжетімділіктің кеңеюінің жиынтық әсері нарықтың тереңдеуіне және оның өтімділігінің артуына ықпал етіп, капитал нарығын одан әрі дамыту үшін неғұрлым тұрақты негіз қалыптастырады.

⁹ Samruk Kazyna Fund to Undergo Major Transformation, says President – The Astana Times, 2022

АКЦИЯЛАР НАРЫҒЫНЫҢ ДИНАМИКАСЫ ЖӘНЕ КОРПОРАТИВТІК БАСҚАРУ

3.2.2

Қазақстанның акциялар нарығы қалыптасқан институционалдық негізге ие, алайда өтімділік, қайталама нарықтың тереңдігі және эмитенттік базаның кеңдігі тұрғысынан капитал нарығының дамушы сегменті болып қала береді. Оның құрылымы көп жағдайда мемлекет пен квазимемлекеттік сектордың экономикадағы маңызды рөлін көрсетеді. Тарихи тұрғыдан алғанда, акциялар шығару арқылы капитал тарту банктік кредиттеу мен мемлекеттік қаржыландырумен салыстырғанда анағұрлым аз рөл атқарды, бұл өз кезегінде нарықтық капиталдандыру мен сауда белсенділігінің шектеулі ірі эмитенттер тобы арасында шоғырлануын ішінара түсіндіреді. Сонымен қатар соңғы жылдары нарық ірі IPO-лар, жекешелендіру бағдарламасы және жария орналастыруларды капитал нарығын дамыту құралы ретінде неғұрлым белсенді пайдалану есебінен қосымша серпін алды.¹⁰

Квазимемлекеттік компаниялардың IPO-сы. Соңғы жылдары негізгі

мемлекеттік кәсіпорындар Үкіметтің жекешелендіру бағдарламасы және «Халықтық IPO» бағдарламасы аясында IPO өткізді. Бұл орналастырулар акциялар нарығын дамыту мен халықтың жария капитал нарығына қатысуын кеңейтудің маңызды факторына айналды. Мәселен, 2022 жылы өткен «ҚазМұнайГаз» ҰК» АҚ IPO-сы Қазақстан қор нарығы тарихындағы ең ірі IPO болып, шамамен 330 млн АҚШ долларын немесе 153,9 млрд теңгені тартуды қамтамасыз етті, ал жиынтық нарықтық капитализациясы шамамен 11 млрд АҚШ долларын құрады. Бұл IPO Қазақстандағы алғашқы толық цифрлық орналастыру болды: барлық өтінімдердің 99%-ы мобильді қосымшалар арқылы берілді, ал жеке инвесторлардың үлесі орналастыру көлемінің 50% пайызынан асты.

Бөлшек инвесторлардың қатысуын кеңейтумен қатар, IPO қосымша бюджеттік әсер де берді: тартылған қаражаттың шамамен жартысы мемлекеттік бюджетке, оның ішінде дивидендтік төлемдер арқылы бағытталды.

Ірі квазимемлекеттік компаниялардың ішінде еркін айналыстағы акциялардың ең жоғары үлесі «Эйр Астана» АҚ-да байқалады — шамамен 42%, бұл инвесторлардың қатысу мүмкіндіктерін кеңейтіп, акцияның өтімділігін қолдайды. Басқа стратегиялық маңызы бар эмитенттерде еркін айналыстағы акциялардың үлесі неғұрлым төмен деңгейде қалып отыр: «ҚазМұнайГаз» ҰК» АҚ мен «ҚазТрансОйл» АҚ-да шамамен 3%. Мұндай құрылым жекешелендірудің кезең-кезеңімен жүргізілуін және экономика үшін стратегиялық маңызы бар компаниялардағы мемлекеттің елеулі үлесінің сақталуын көрсетеді. Сонымен қатар мемлекеттік меншікте сақталып отырған ірі акция пакеттерінің болуы болашақтағы акцияны қайталама жария орналастырулары (SPO) арқылы еркін айналыстағы акциялар үлесін одан әрі кеңейту әлеуетін қалыптастырады, бұл өтімді құралдар ұсынысын ұлғайтып, Қазақстанның акциялар нарығының одан әрі дамуын қолдауы мүмкін.

KASE индексі Қазақстанның акциялар нарығының динамикасын бағалау үшін пайдаланылады. Ол нарықтық капиталдандыру мен еркін айналыстағы акциялар үлесін ескере отырып есептеледі және индекс құрамына кіретін ең өтімді акциялардың динамикасын көрсетеді.

Квазимемлекеттік сектор KASE индексінде елеулі орын алады, оның жиынтық салмағының шамамен 45%-ын қалыптастырады және оған пайдалы қазбаларды өндіру, энергетика, телекоммуникациялар және инфрақұрылым салаларындағы ірі компаниялар, соның ішінде «Қазатомөнеркәсіп» ҰАК» АҚ, «ҚазМұнайГаз» ҰК» АҚ және «Қазақтелеком» АҚ кіреді. Сонымен қатар ірі квазимемлекеттік компанияларды жекешелендіру аясындағы орналастырулар KASE, AIX және халықаралық капитал нарықтарын қоса алғанда, әртүрлі биржалық алаңдар арқылы жүргізілді, бұл жергілікті әрі халықаралық инвесторлар үшін қолжетімділікті кеңейтті. «Самұрық-Қазына» ұлттық әл-ауқат қоры арқылы іске асырылып жатқан жекешелендіру бағдарламасы жария акциялар нарығын кеңейтудің және инвесторлардың қатысуын арттырудың маңызды факторына айналды. «Қазақстан темір жолы» ҰК» АҚ мен «QazaqGaz» ҰК» АҚ-тың күтілетін орналастырулары өтімді құралдар базасын кеңейтудің,

нарықтық капитализацияны арттырудың және Қазақстанның акциялар нарығын одан әрі дамытудың келесі кезеңіне айналуы мүмкін.

AIX Qazaq индексі еркін айналыстағы акциялар үлесін (free float) ескере отырып, нарықтық капиталдандыру бойынша өлшенетін **бенчмарк болып табылады**. Ол AIX, KASE және Лондон қор биржасында айналыста жүрген ең өтімді қазақстандық акцияларды қадағалайды. Индекстің биржааралық қамтуы **Қазақстанның листингтелген акциялар нарығының неғұрлым халықаралық сипатын көрсетеді** және Қазақстанда тіркелген немесе елде елеулі операциялық қызмет жүргізетін не табысының айтарлықтай бөлігін сол елден алатын компанияларды қамтиды. Индекс белгіленген критерийлерге сәйкес келетін акциялар бағасының динамикасын бағалау үшін пайдаланылады және Қазақстан капитал нарығының өтімді сегментіне бағдарланған инвестициялық стратегиялар үшін бағдар қызметін атқарады. Ол 14 компоненттен тұрады, тоқсан сайын ребалансировкадан өтеді, сауда күні аяқталған сәттегі теңгемен есептеледі және бағалық индекс болып табылады, яғни дивидендтерге түзетілмейді.

Сурет 21

Таңдалған жария компаниялардың еркін айналыстағы акцияларының деңгейі

Компания	Еркін айналыстағы акциялардың үлесі
«Қазақтелеком» АҚ	9,4% ¹¹ (2025 жылғы шілдедегі жағдай бойынша)
КазТрансОйл	3% ¹² (2024 жылғы наурыздағы жағдай бойынша)
КЕГОК	15% ¹³ (2025 жылғы қарашадағы жағдай бойынша)
«Қазатомөнеркәсіп» ҰАК» АҚ	25% ¹⁴ (2025 жылғы қарашадағы жағдай бойынша)
ҚазМұнайГаз	3% ¹⁵ (2025 жылғы қарашадағы жағдай бойынша)
Эйр Астана	42% ¹⁶ (2025 жылғы қарашадағы жағдай бойынша)

¹⁰ Samruk-Kazyna: IPO History, The People’s IPO Program

¹¹ Kazakhtelecom: Results for the 1 st quarter 2025

¹² KazTransOil JSC Interim condensed consolidated financial statement, 2024

¹³ KEGOC: Financial results for the 3 rd quarter 2025

¹⁴ Kazatomprom.kz

¹⁵ Financial and Operational results of NC “KazMunayGas” JSC for the 9 months of 2025

¹⁶ Air Astana: Results for the 3rd quarter 2025

3. ҚАЗАҚСТАННЫҢ КАПИТАЛ НАРЫҚТАРЫНА ШОЛУ

3.2.2

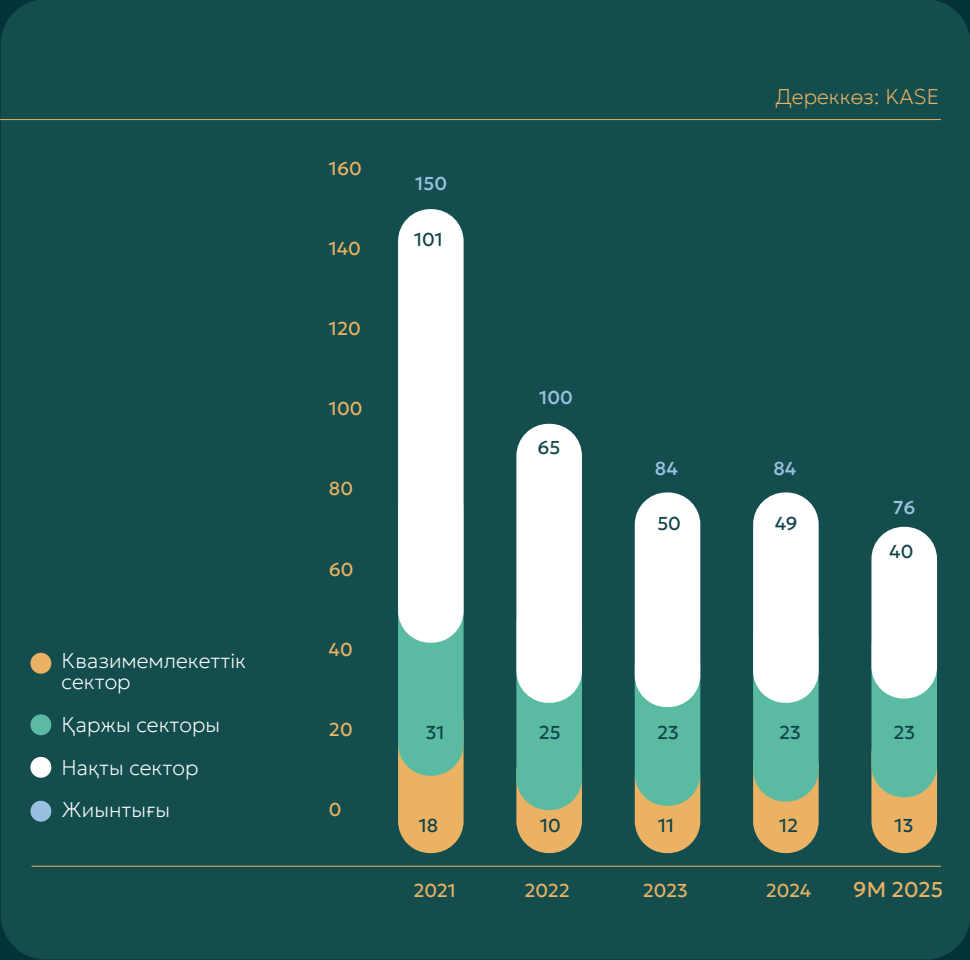
Сурет 22

Экономика секторлары бойынша акциялар эмитенттері (KASE)

KASE-дегі акциялар эмитенттерінің салалық құрылымында нақты сектор басым. 2021 жылдан кейін эмитенттердің абсолюттік саны айтарлықтай қысқарғанына қарамастан, нақты сектор бүкіл қарастырылып отырған кезеңде жария компаниялардың ең ірі тобы болып қалды.¹⁷ Қаржы секторы эмитенттер саны бойынша екінші орында. Алайда бұл сектордағы эмитенттер базасы 2021–2023 жылдары қысқарып, кейін тұрақтанды және 2025 жылға дейін өсім көрсеткен жоқ.

Квазимемлекеттік сектор эмитенттердің абсолюттік саны бойынша ең шағын сегмент болып қала береді. Сонымен қатар, бұл эмитенттер саны біртіндеп әрі үздіксіз өсіп отырған жалғыз сектор.

Жалпы алғанда, салалық құрылымдағы өзгерістер негізінен нақты сектордағы эмитенттер санының қысқаруымен және квазимемлекеттік компаниялар қатарының біртіндеп толығуымен байланысты.



2022 жылы KASE-тегі листингтелген акциялар эмитенттері санының қысқаруы тек нарықтық динамиканы ғана емес, сонымен қатар листингті қолдауға арналған реттеуші ынталандырулардың өзгеруін де көрсетеді. Жаңа критерийлер енгізілгенге дейін эмитенттердің бір бөлігі листингті, оның ішінде салықтық жеңілдіктерді пайдалану мақсатында да сақтап келген. Үкіметтің 2022 жылғы 17 қарашадағы № 911 «Биржадағы бағалы қағаздардың саудалану критерийлерін белгілеу туралы» қаулысы дивидендтер бойынша салықтық жеңілдіктерді қолдануды АИХ және/немесе KASE алаңдарындағы бағалы қағаздардың ең төменгі саудалану талаптарымен байланыстырды. Атап айтқанда,

жеңілдіктерді қолдану үшін келесі критерийлер сақталуы тиіс:

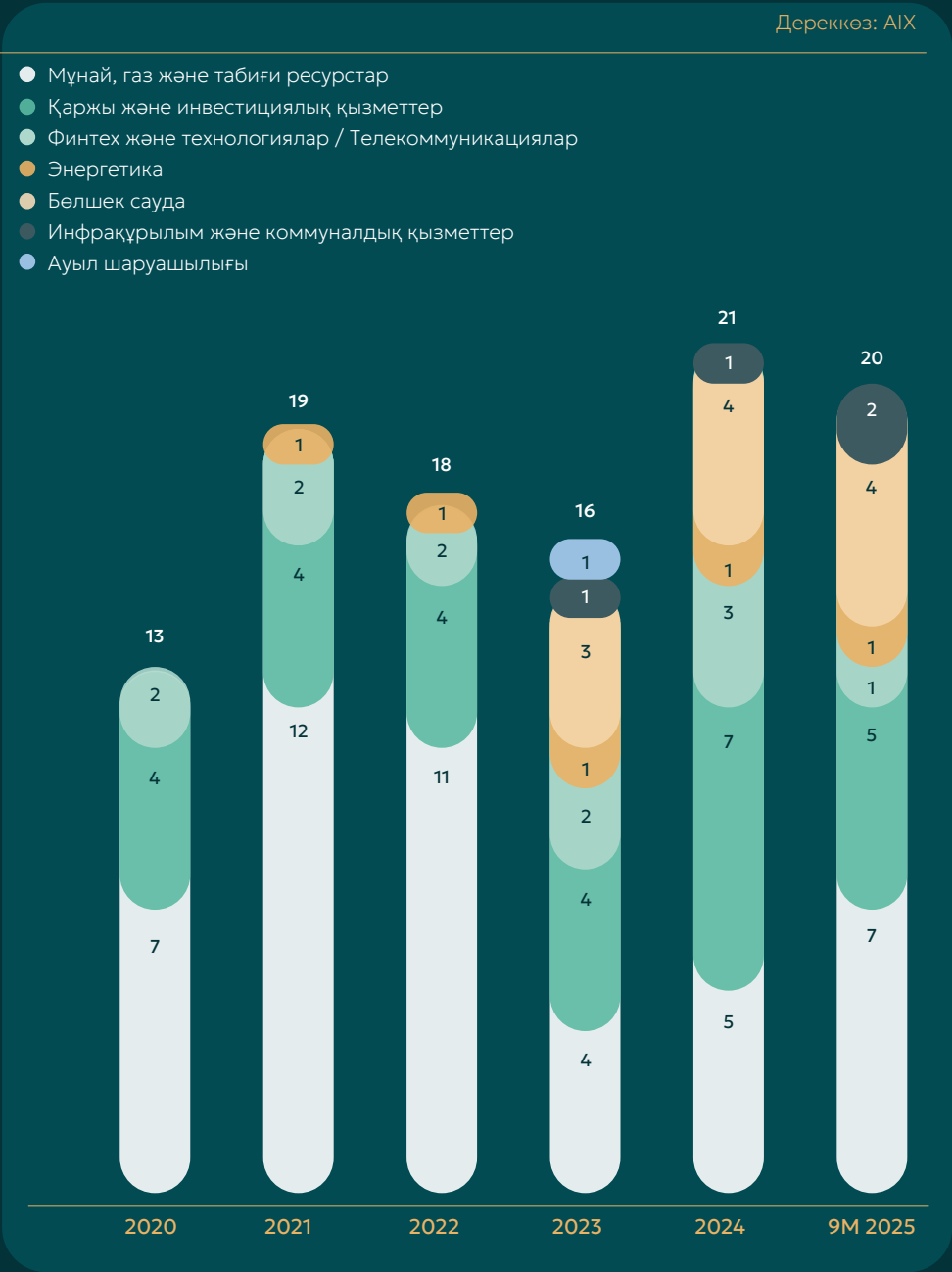
- сауда көлемі – күнтізбелік ай ішінде кемінде 25 млн теңге;
- мәмілелер саны – күнтізбелік ай ішінде кемінде 50

Нәтижесінде формалды түрде листингте тұрған, бірақ сауда белсенділігі жеткіліксіз эмитенттердің бір бөлігі биржалық мәртебені сақтаудың экономикалық ынталандыруынан айырылды. Бұл эмитенттер санының қысқаруына алып келді, алайда сонымен қатар нақты саудалану деңгейі мен инвесторлар үшін өзектілігі тұрғысынан листингтік базаның сапасын арттырды.

Сурет 23

Экономика секторлары бойынша акциялар эмитенттері (AIX)

AIX-тегі листингтелген акциялар эмитенттерінің жалпы саны 2020–2024 жылдары біртіндеп өсті, бұл ретте өсім бірнеше сектор арасында бөлініп, бір ғана бағытта шоғырланған жоқ. Бүкіл кезең бойы ең ірі орынды «Мұнай, газ және табиғи ресурстар» секторы иеленді, бұл нарық құрылымындағы шикізат компанияларының маңызды рөлін көрсетеді. Көлемі бойынша келесі орынды «Қаржылық және инвестициялық қызметтер» секторы иеленді, ол қарастырылып отырған кезеңде салыстырмалы түрде тұрақты қатысуын сақтап қалды. Қалған бағыттар – «Финтех және технологиялар/телеком», «Электр энергетикасы», «Бөлшек сауда», сондай-ақ «Инфрақұрылым және коммуналдық қызметтер» – жеке-жеке алғанда аз үлеске ие болғанымен, жиынтығында эмитенттер базасының елеулі бөлігін қалыптастырды.



Нарықтағы шоғырланудың сақталуына және жекелеген эмитенттер мен сегменттер арасындағы өтімділіктің біркелкі бөлінбеуіне қарамастан, соңғы жылдардың тәжірибесі Қазақстанның ірі жария орналастыруларды өткізу және инвесторлардың елеулі сұранысын тарту үшін институционалдық негіз қалыптастырғанын көрсетеді. Жекешелендіру бастамаларын одан әрі іске асыру, листингте тұрған компаниялардың ықтимал қайталама

акция орналастырулары және еркін айналыстағы акциялар үлесінің біртіндеп ұлғаюы нарық тереңдігінің өсуіне, инвесторлар базасының кеңеюіне және елдің қаржы жүйесіндегі акциялар нарығы рөлінің артуына ықпал етуі мүмкін. Нәтижесінде акциялар нарығы тарихи тұрғыдан шектеулі рөлден Қазақстанның капитал нарығының неғұрлым белсенді әрі маңызды сегментіне біртіндеп ауысуда.

¹⁷ Newsletter, 2025 by KASE

БОРЫШТЫҚ ҚҰРАЛДАР: КОРПОРАТИВТІК ЖӘНЕ ЕГЕМЕНДІК

Борыштық құралдар нарығы Қазақстанның капитал нарықтары жүйесінде орталық орын алады, баға белгілеу үшін бағдарларды қамтамасыз етеді, теңгедегі кірістілік қисығын қалыптастырады және банктік кредиттеуден тыс орта және ұзақ мерзімді қаржыландырудың елеулі бөлігін тартуға мүмкіндік береді. Қазақстанның борыштық нарығының дамуы бір-бірін толықтыратын екі алаңға – AIX пен KASE-ке сүйенеді, олардың әрқайсысы эмитенттер мен инвесторлардың әртүрлі сегменттеріне қызмет көрсетеді.

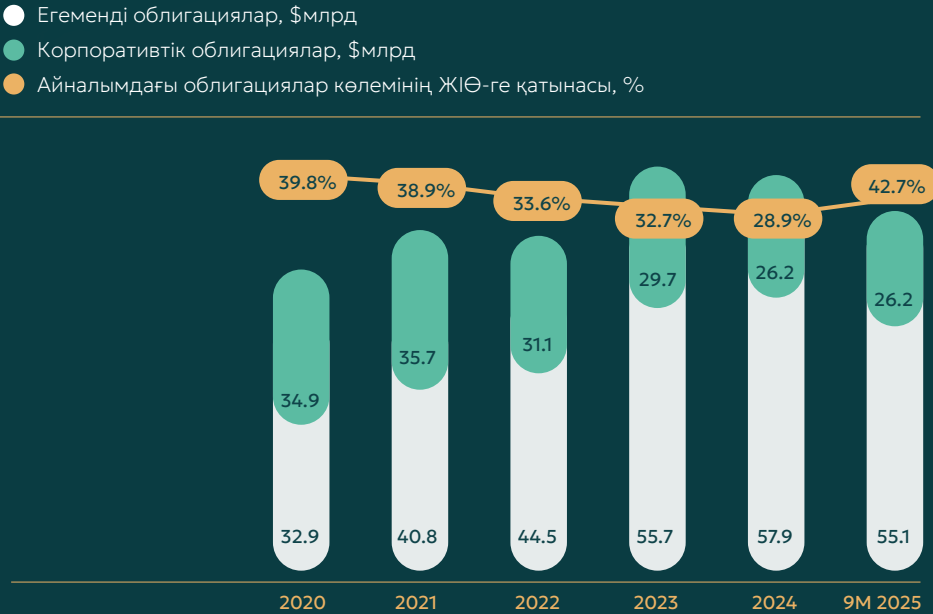
KASE теңгемен номинирленген жергілікті облигацияларды орналастыру мен айналысының негізгі алаңы болып табылады, ішкі баға бағдарларын қалыптастырып, ішкі борыштық нарықтағы өтімділікті қолдайды. AIX, АХҚО аясында жұмыс істей отырып, Қазақстанның борыштық нарығының халықаралық өлшемін күшейтеді және эмитенттерге орналастырудың неғұрлым икемді форматтарын, соның ішінде мультивалюталық шығарылымдар мен халықаралық инвесторларға бағытталған құралдарды ұсынады. Жалпы алғанда, борыштық құралдар нарығының моделі нарыққа шығудың екі бағыты бар бірыңғай экожүйені қалыптастырады: біріншісі жергілікті нарықтың тереңдігіне және теңгедегі бенчмарктерді қалыптастыруға бағытталса, екіншісі капиталға халықаралық қолжетімділікке, орналастырудың икемді форматтарына және инвесторларды кеңірек қамтуға бағдарланған.

Сурет 24

Айналыстағы облигациялар: корпоративтік және егемендік

2025 жылғы қыркүйектің соңындағы жағдай бойынша айналыстағы облигациялардың жиынтық көлемі шамамен 81,4 млрд АҚШ долларын құрады, бұл ЖІӨ-нің шамамен 43%-ына сәйкес келеді. Дамушы елдердің өңірлік өлшемдері бойынша нарық құрылымы мемлекеттік және корпоративтік сегменттер арасында салыстырмалы түрде теңгерімді болып табылады.

Дереккөз: Қазақстан Республикасының Қаржы министрлігі, KASE, Ұлттық статистика бюросы, АХҚО талдауы.



3. ҚАЗАҚСТАННЫҢ КАПИТАЛ НАРЫҚТАРЫНА ШОЛУ

КОРПОРАТИВТІК ОБЛИГАЦИЯЛАР НАРЫҒЫ

3.3.1

Бағалы қағаздарды орналастыру және алғашқы нарықта қаржыландыру тарту

3.3.1.2

Нарық көлемі мен тереңдігі

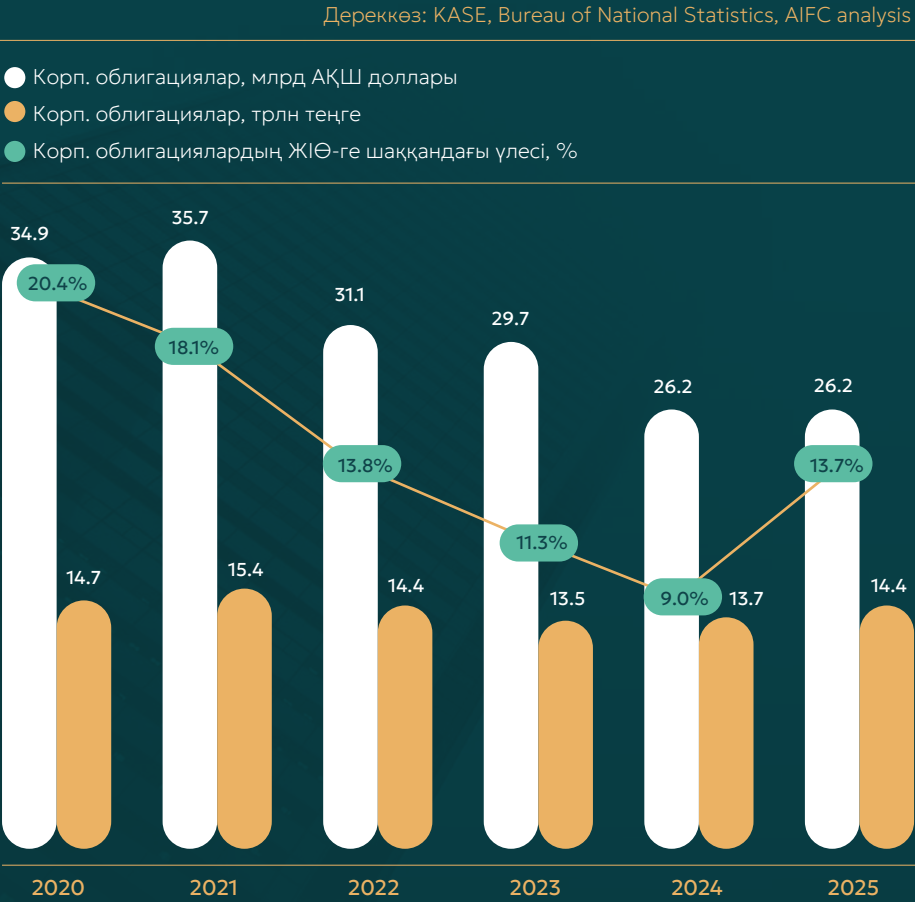
3.3.1.1

Сурет 25

Корпоративтік облигациялар нарықтары

2024 жылы өтелмеген корпоративтік борыш көлемі 26,2 млрд АҚШ долларын құрап, жылдық мәнде 11,9% - төмендеді. Алайда нарықтың экономикаға қатысты тереңдігі төмендеуін жалғастырды: корпоративтік борыштың ЖІӨ-ге қатынасы 2020 жылғы 20,4%-бен салыстырғанда, 2024 жылдың соңында 9,0% пайызды құрады. Бұл алшақтық маңызды сигнал болып табылады: нарық номиналды мәнде өсіп жатқанымен, экономиканың корпоративтік нарықтық қаржыландырудағы рөлін едәуір арттыру үшін жеткілікті ауқымда әлі де қарқынды дамып отырған жоқ.

*Ескертпе: теңгемен көрсетілген айналыстағы корпоративтік облигациялар көлемі жылдық мәнде 1,5%-ға өсіп, 2023 жылғы 13,5 трлн теңгеден 2024 жылы 13,7 трлн теңгеге дейін жетті.

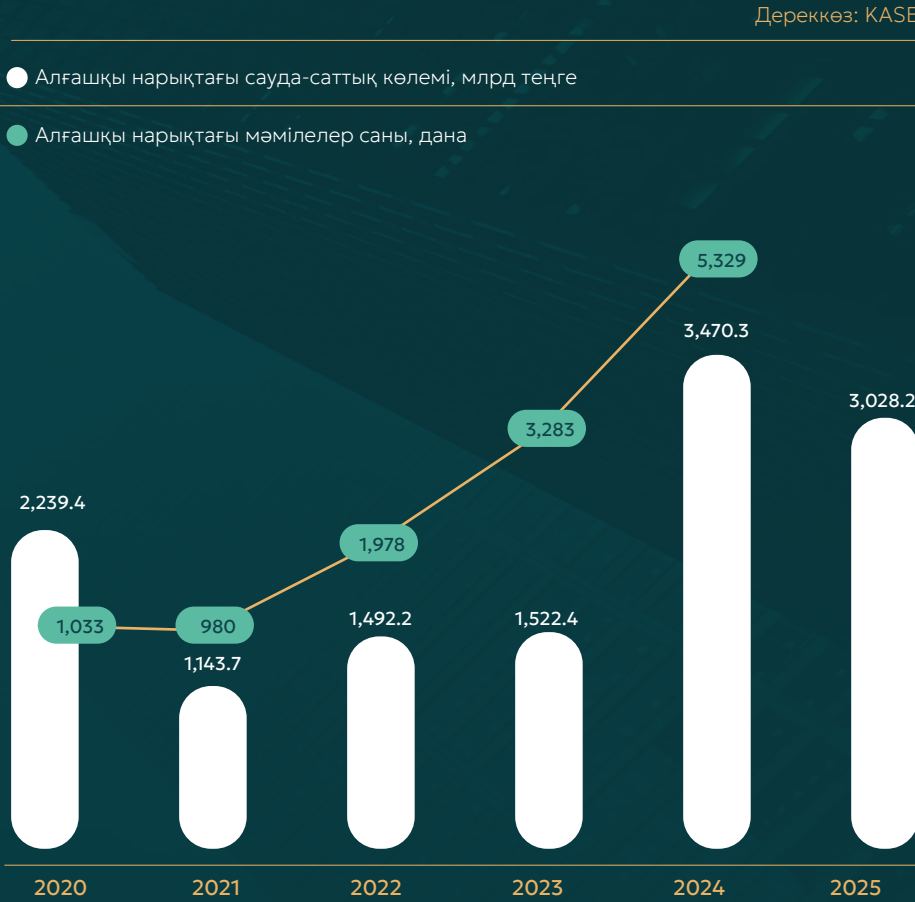


2025 жылғы динамика 2024 жылғы төмендеуден кейін корпоративтік облигациялар нарығының тұрақтануын көрсетеді. Сонымен қатар айналыстағы облигациялар көлемі теңгемен есептегенде 5,1%-ға ұлғайып, 2024 жылдың соңындағы 13,7 трлн теңгеден 2025 жылғы қыркүйектің соңында 14,4 трлн теңгеге дейін өсті.

Сурет 26

Корпоративтік облигациялардың бастапқы орналастыруларындағы сауда көлемі, млрд теңге

2024 жылы корпоративтік облигациялардың бастапқы нарығындағы белсенділік инфляциялық қысымның төмендеуі және жыл бойындағы пайыздық мөлшерлемелер динамикасының неғұрлым қолайлы болуы аясында өсті. KASE алаңында 59 эмитенттің 123 корпоративтік облигациялар шығарылымы орналастырылып, олардың жалпы көлемі 3,5 трлн теңгені құрады, бұл 2023 жылғы көрсеткіштен 2,3 есе жоғары. Бұл облигацияларды қаржыландыру тарту арнасы ретінде, әсіресе қайталама эмитенттер мен қаржы секторы компаниялары арасында, неғұрлым белсенді пайдалануды көрсетеді. Корпоративтік облигациялар эмитенттері арасында үш топ басымдыққа ие: квазимемлекеттік компаниялар, микроқаржы ұйымдары (МҚҰ) және банктер.



Құрылымдық ерекшелік «шығарылымдар санының көп болуы» әрдайым «нарық тереңдігінің артуын» білдірмейтіндігінде. Нарық әлі де көптеген жеке шығарылымдар мен бағдарламалар бойынша фрагментациялану үрдісіне ие, бұл орналастырулардың жалпы көлемі жоғары болғанның өзінде, қайталама нарықтағы өтімділікті және бағаның тиімді қалыптасуын шектеуі мүмкін.¹⁸

¹⁸ AsianBondsOnline - ADB

Бағалы қағаздарды орналастыру және бастапқы нарықта қаржыландыру тарту

3.3.1.3

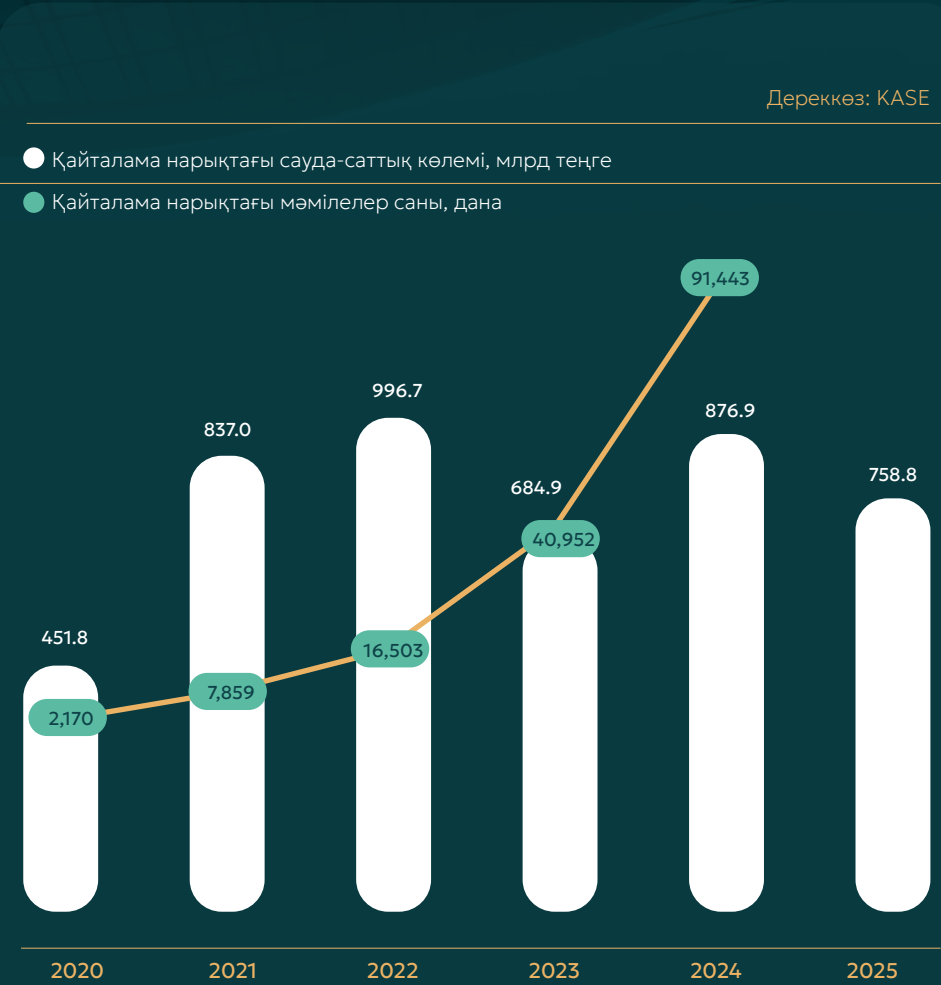
Қайталама нарықтың өтімділігі және сауда динамикасы

3.3.1.4

Сурет 27

Корпоративтік облигациялардың қайталама нарығындағы сауда көлемі, млрд теңге

Корпоративтік облигациялардың қайталама нарығындағы айналым 31,9%-ға өсіп, 2024 жылы 876,9 млрд теңгеге жетті. Белсенділік мәмілелер саны бойынша да артты: корпоративтік облигациялармен жасалған мәмілелер саны екі еседен астам өсіп, 96 772-ге жетті, бұл негізінен 91 443 мәміле жасалған қайталама сауданың өсуі есебінен болды. Орта есеппен күніне 389 мәміле жасалып, бір мәміленің орташа көлемі шамамен 44,9 млн теңгені құрады.



Өтімділіктің өсуі тек айналым көлемінің ұлғаюынан ғана емес, сауда белсенділігінің сипатының өзгеруінен де көрінеді: мәмілелер санының артуы сауданың жиілеуін және қатысушылардың кеңірек тартылуын көрсетсе, мәміленің орташа көлемі мен айналым деңгейі өтімділіктің әлі де қалыптасу сатысында екенін және оның шектеулі шығарылымдар шеңберінде шоғырланғанын білдіреді.

Сурет 28

Дереккөз: KASE

2025 жылдың алғашқы тоғыз айындағы бастапқы нарықтағы корпоративтік облигацияларды орналастырулар

ЭМИТЕНТТЕР ТОБЫ	НЕГІЗГІ ЭМИТЕНТТЕР	ОРНАЛАСТЫРУ КӨЛЕМІ, 2025 Ж. 9А (МЛРД ТЕҢГЕ)	КІРІСТІЛІК, ЖЫЛДЫҚ %-БЕН (ТЕҢГЕМЕН)	КІРІСТІЛІК, ЖЫЛДЫҚ %-БЕН (АҚШ ДОЛЛАРЫМЕН)	ОРНАЛАСТРУ МЕРЗІМІ (ЖЫЛ)	ОРНАЛАСТЫРУДЫҢ ЖАЛПЫ КӨЛЕМІНДЕГІ ҮЛЕСІ, %
КВАЗИМЕМЛЕКЕТТІК КОМПАНИЯЛАР	«Бәйтерек» ұлттық басқарушы холдингі, Қазақстанның даму банкі, Otbasys Bank, «Самұрық-Қазына» тобының компаниялары, NITEC, Аграрлық несие корпорациясы, Қазақстанның даму банкі/ Қазақстандық тұрғын үй компаниясы және байланысты құрылымдар	1,578.40	5.98–19.05	5.65	0.5–15.0	52.1
ҚАРЖЫ СЕКТОРЫ	Bank CenterCredit, Halyk Bank, Home Credit Bank, CL Group, BI Development	181.4	13.61–20.00	4.5	0.8–15.0	6
МИКРОҚАРЖЫ ҰЙЫМДАРЫ	“AgroBusiness KZ” CP LLP, “Lombard GoldFinMarket” LLP, “MFO Robocash.kz” LLP, Birinshi Lombard, R-Finance, Solva, TAS Group, KMF, Toyota Financial Services	76.3	16.75–23.00	10	1.0–10.0	2.5
НАҚТЫ СЕКТОР	Orbis Leasing, Jusan Mobile, TSSP, Marden Property, “Kazakhstan Aluminium Smelter” JSC, PRC-2 және басқа да корпоративтік эмитенттер	46	20.00–22.00	6.50–10.00	1.0–3.0	1.5

Қазақстандағы корпоративтік облигациялардың кірістілігі Ұлттық Банктің ақша-кредит саясатының, қысқа мерзімді ақша нарығы жағдайларының және эмитенттің сапасы мен құрал құрылымына тәуелді кредиттік спредтердің ықпалымен қалыптасады. 2024 жылы KASE корпоративтік облигациялар кірістілігінің индексі (KASE_BMY) 61 б.т.-қа төмендеп, 13,85% пайызды құрады, бұл инфляцияның баяулауына және пайыздық мөлшерлемелердің бұрынғы жоғары шектермен салыстырғанда төмендеуіне сәйкес келді. 2025 жылғы 30 қыркүйектегі жағдай бойынша кірістілік индексі тарихи максимум — 16,09%-ға жетті.

3. ҚАЗАҚСТАННЫҢ КАПИТАЛ НАРЫҚТАРЫНА ШОЛУ

3.3.1

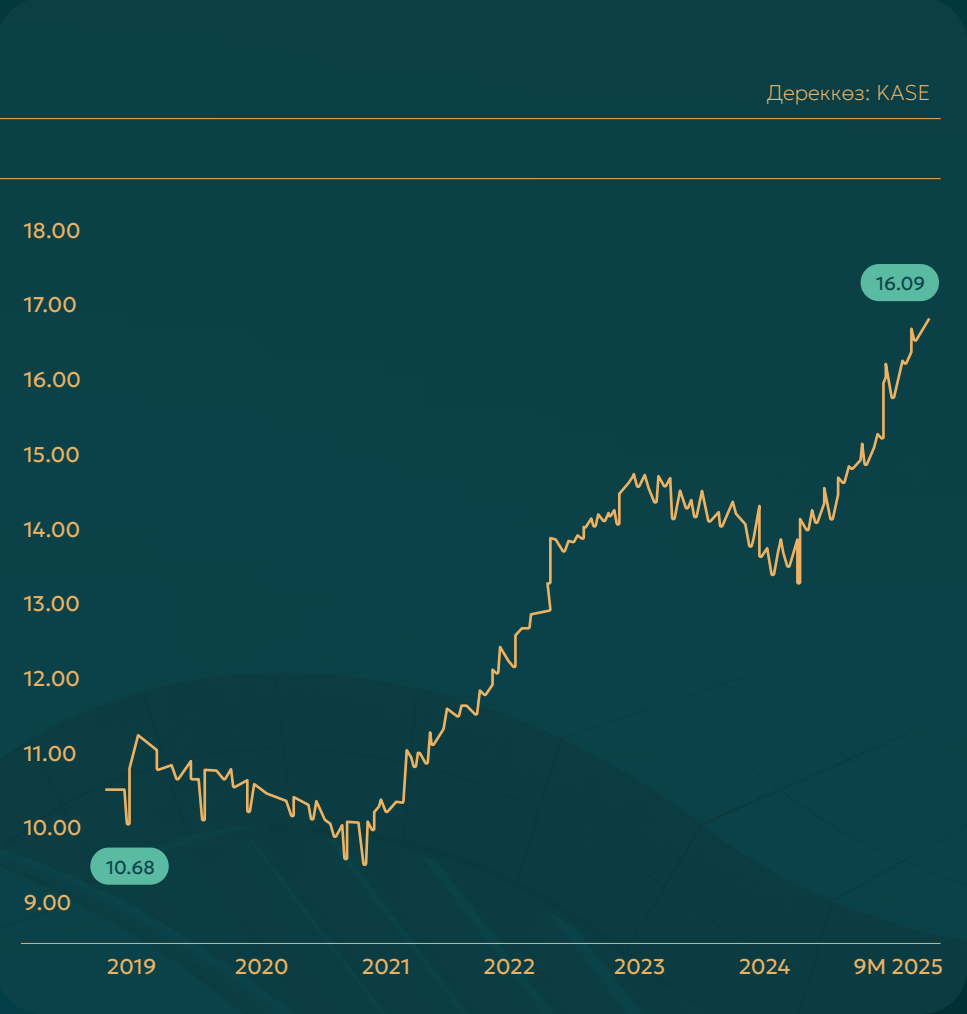
Баға қалыптастыру және пайыздық орта

3.3.1.5

Сурет 29

2020 жылдың басынан бергі KASE_BMY индексі динамикасы, %

2025 жылдың тоғыз айының қорытындысы бойынша KASE корпоративтік облигациялар индексі (KASE_BMY) бойынша өтеуге дейінгі кірістілік (YTM) 16,09% пайызды құрады, бұл 2024 жылдың соңымен салыстырғанда кірістілік ортасының жоғарылағанын көрсетеді.

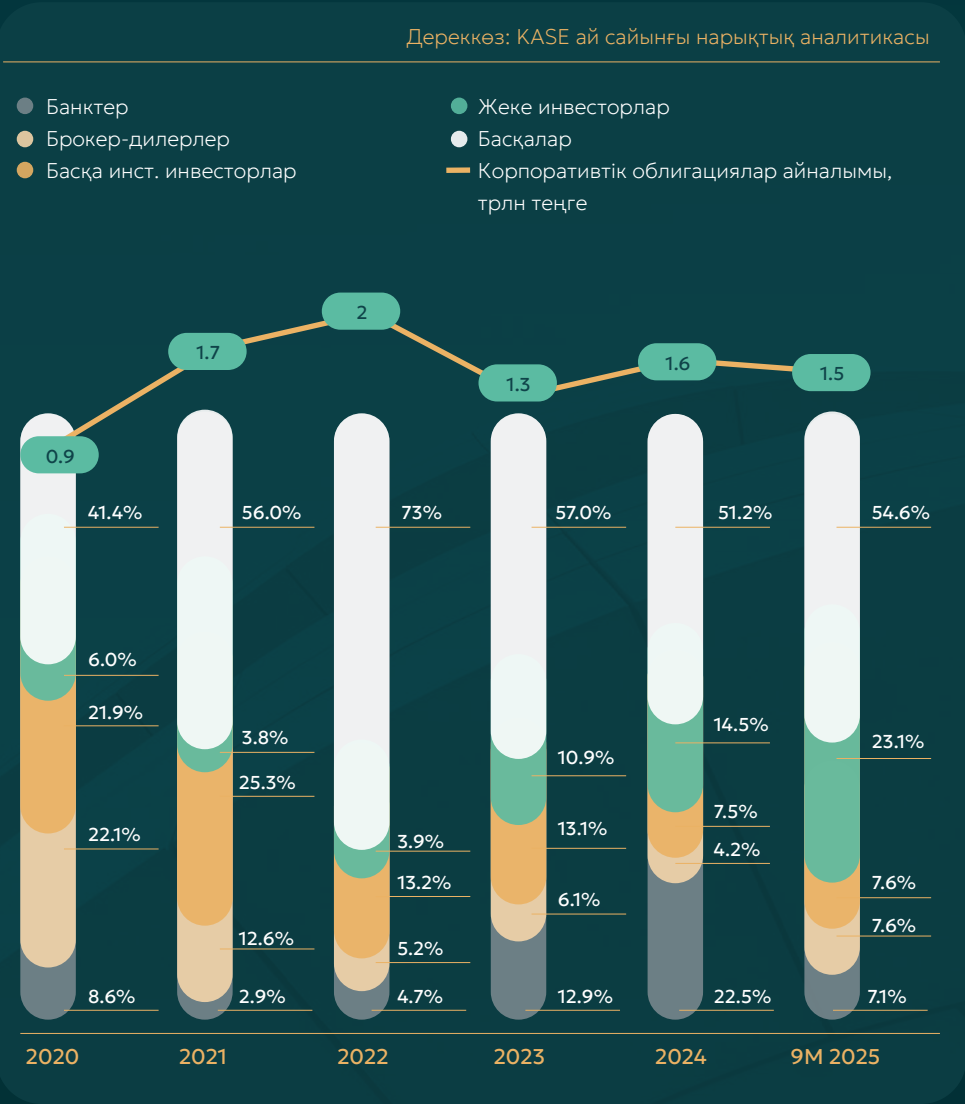


Практикалық тұрғыдан алғанда, мұндай кірістілік деңгейі банктік қаржыландыру шектеулі болған немесе қарыз алу мерзімдерін әртараптандыру қажет болған жағдайларда эмитенттердің облигациялар нарығына шығуға қызығушылығын сақтайды. Сонымен қатар кірістіліктің неғұрлым жоғары деңгейі тұрақтылығы төмен қарыз алушылар үшін қайта қаржыландыруды қиындатуы мүмкін, өйткені жаңа қарыз қымбаттай түседі. Мұндай жағдайда инвесторлар, әдетте, неғұрлым сенімді эмитенттер мен өтеу мерзімі қысқа құралдарға басымдық береді.

Сурет 30

Корпоративтік облигациялардың қайталама нарығындағы айналым көлемі бойынша инвесторлар құрылымы, трлн теңге

Корпоративтік облигациялардың қайталама нарығында жиынтық айналым 0,9–2,0 трлн теңге аралығында өзгеріп, 2022 жылы ең жоғары деңгейге жетті. Нарықтың сәйкестендірілген қатысушылары арасында ең белсенділері банктер мен брокер-дилерлер болды, олардың үлестері қарастырылып отырған кезең бойы айтарлықтай өзгеріп отырды. Жеке инвесторлардың қатысуы біртіндеп артып келеді: олардың үлесі 2020 жылғы 6,0% пайыздан 2024 жылы 14,5% пайызға дейін өсті, бұл капитал нарығына бөлшек инвесторлардың қолжетімділігінің кеңеюінің жалпы үрдісін көрсетеді.¹⁹



¹⁹ AsianBonds - ADB

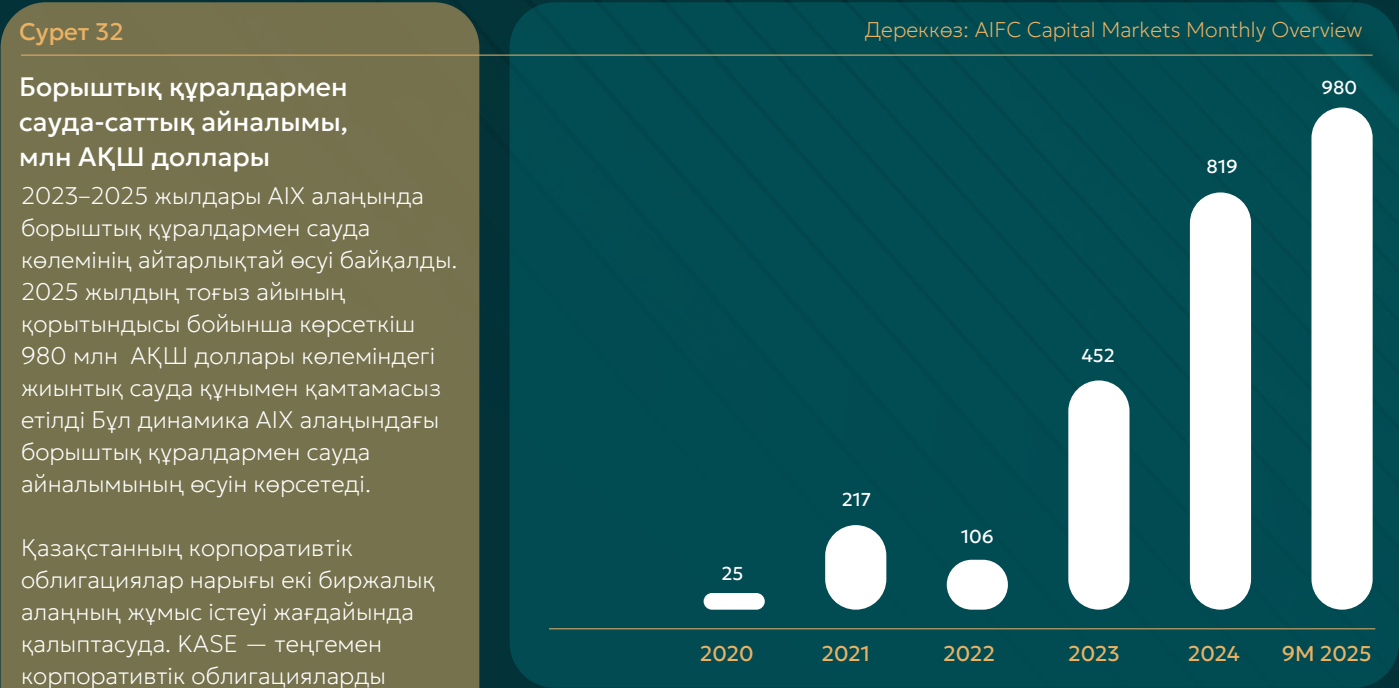
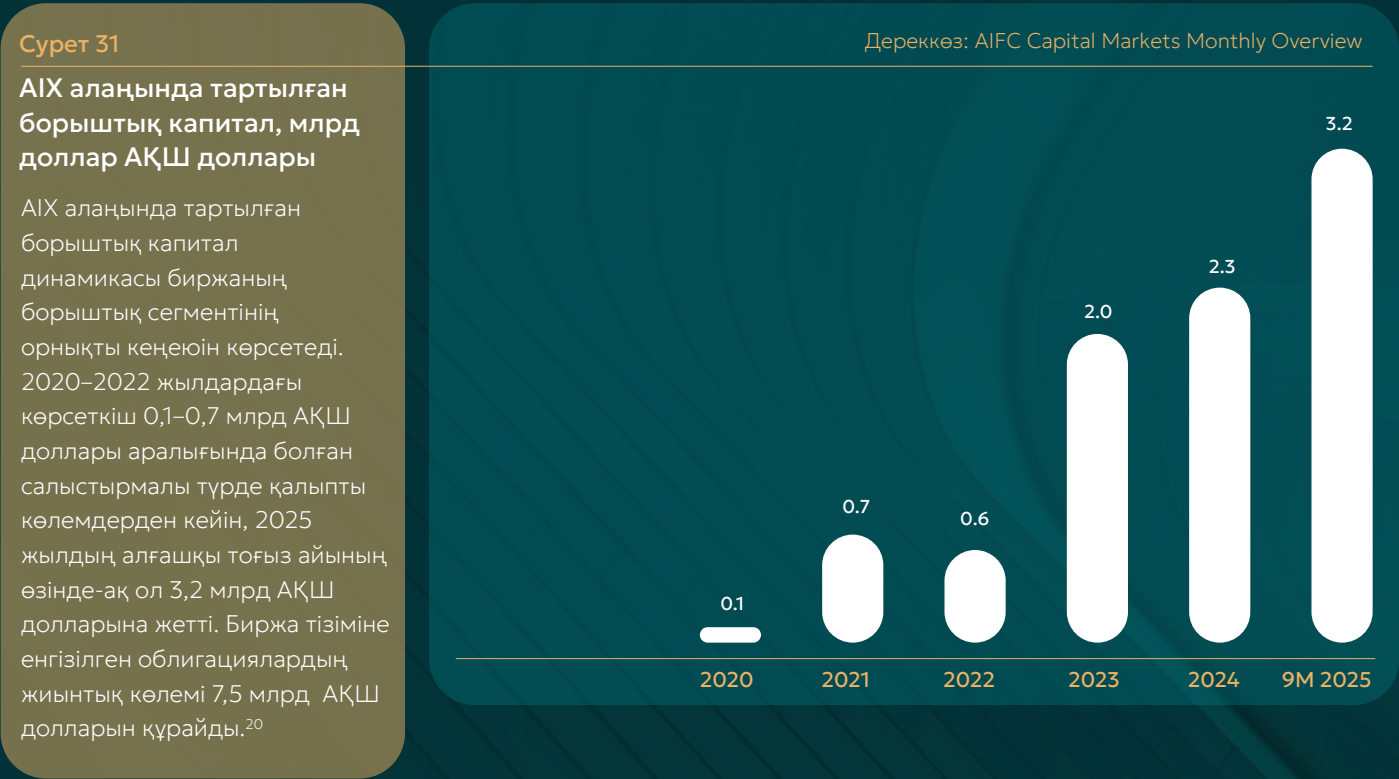
Бұл динамика капитал нарығындағы бөлшек инвесторлардың қатысуының артуы жөніндегі неғұрлым кең үрдіске сәйкес келеді. Брокерлік қызметтерге қолжеткізудің цифрлық арналарының дамуы, рәсімдердің жеңілдетілуі және листингтік бағалы қағаздар тізімінің кеңеюі облигацияларды жеке инвесторлар үшін анағұрлым қолжетімді етуде, дегенмен олардың белсенділігі әлі де көбіне танымал эмитенттердің қағаздарында шоғырланған.

3. ҚАЗАҚСТАННЫҢ КАПИТАЛ НАРЫҚТАРЫНА ШОЛУ

3.3.1

Инвесторлық база және сұраныс құрылымы

3.3.1.6



Осы модель аясында KASE пен АІХ бірін-бірі толықтыратын функцияларды орындайды. KASE теңгедегі облигациялардың жергілікті нарығына және ішкі өтімділікке бағытталған болса, АІХ халықаралық капиталға, икемді орналастыру форматтарына және инвесторлардың кең ауқымына қолжетімділікті кеңейтеді. Бұл алаңдар бірге эмитенттердің капитал нарығында қаржыландыру тарту мүмкіндіктерін кеңейтеді.

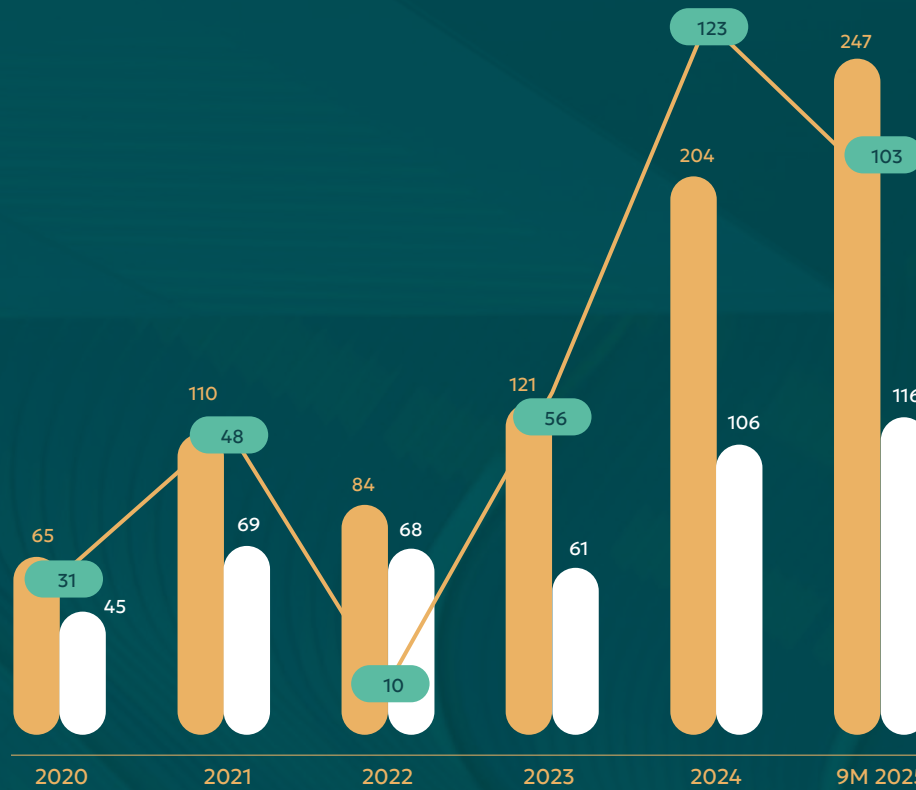
Сурет 33

АІХ-тегі борыштық құралдардың листингтері және эмитенттер

АІХ-тің борыштық сегментінің дамуы алаңның борыштық құралдар нарығындағы рөлінің кеңейіп келе жатқанын көрсетеді. 2020 жылы АІХ алаңында борыштық құралдардың 65 листингі және 45 эмитент болды. 2022 жылы жаңа шығарылымдар саны азайғаннан кейін, 2023 жылдан бастап белсенділік қайта өсе бастады, бұған Өтімділікті басқару бағдарламасының іске қосылуы және тақырыптық құралдардың кеңеюі ықпал етті. 2024 жылы нарық рекордтық деңгейге жетіп, 123 жаңа шығарылым тіркелді. 2025 жылдың тоғыз айының соңына қарай АІХ-тің борыштық сегменті 247 листингке және 116 эмитентке дейін өсті. Мұндай өсім, сондай-ақ, KASE алаңында қолжетімділігі шектеулі болған форматтарда капитал тарту үшін эмитенттердің, соның ішінде квазимемлекеттік құрылымдардың, қаржы институттарының және микроқаржы ұйымдарының ағылшын жалпы құқығына негізделген АХҚО құқықтық жүйесін неғұрлым белсенді пайдалана бастағанын көрсетеді.

Дереккөз: AIFC Capital Markets Monthly Overview

- Листингідегі борыштық құралдар саны
- Борыштық құралдар эмитенттерінің саны
- Борыштық құралдардың жаңа шығарылымдарының саны



Дамудың шектеулері мен басымдықтары

3.3.1.7

Шектеулер көбінесе қысқа мерзімді конъюнктурамен емес, оның ағымдағы құрылымының ерекшеліктерімен байланысты. Талдау бірнеше негізгі факторларды көрсетеді: жеке қаржылық емес компаниялардың капитал тарту көлемінің салыстырмалы түрде шектеулі болуы; институционалдық инвесторлардың тәуекелге деген тәбеті мен көптеген жеке эмитенттердің кредиттік сапасы арасындағы алшақтық;

компаниялардың облигациялар нарығына шығуға ынтасын төмендетуі мүмкін субсидияланатын қаржыландыру арналарының болуы; халықаралық кредиттік рейтингтерді алудың жоғары құны; сондай-ақ секьюритизация (активтер пулымен қамтамасыз етілген бағалы қағаздарды шығаруды) реттеу мен инфрақұрылымның әлі де қалыптасу кезеңінде болуы. Облигациялар нарығына компаниялардың неғұрлым кең

ауқымының тұрақты түрде шығуына мүмкіндік беретін шаралар тиімді болуы мүмкін. Оларға құжаттаманы дайындауға, рейтингтер алуға және ақпаратты ашуға байланысты транзакциялық шығындарды төмендету, сондай-ақ сауда-саттықтың, баға белгілеулердің және мәмілелер бағасы туралы ақпаратты жариялаудың неғұрлым тұрақты болуы есебінен қайталама нарықтың ашықтығын арттыру жатады.

²⁰ АІХ

3. ҚАЗАҚСТАННЫҢ КАПИТАЛ НАРЫҚТАРЫНА ШОЛУ

МЕМЛЕКЕТТІК БАҒАЛЫ
ҚАҒАЗДАР НАРЫҒЫ

3.3.2

Қазақстанның мемлекеттік бағалы қағаздар нарығы теңгедегі кірістіліктің базалық бағдарларын қалыптастырады және ішкі борыш нарығының өтімділігін қолдайды. Қаржы министрлігі шығаратын құралдар арқылы олар бюджеттік қаржыландыру арнасы қызметін атқарады және корпоративтік шығарылымдарды бағалау кезінде пайдаланылатын ұлттық валютадағы кірістілік бағдарларын қалыптастырады. Бұл нарық РЕПО операциялары мен қамтамасыз етілген қорландыруда да маңызды рөл атқарады. Ұлттық Банктің қысқа мерзімді ноталары өтімділікті және ақша нарығындағы жағдайларды басқару үшін пайдаланылатын жеке функцияны орындайды.

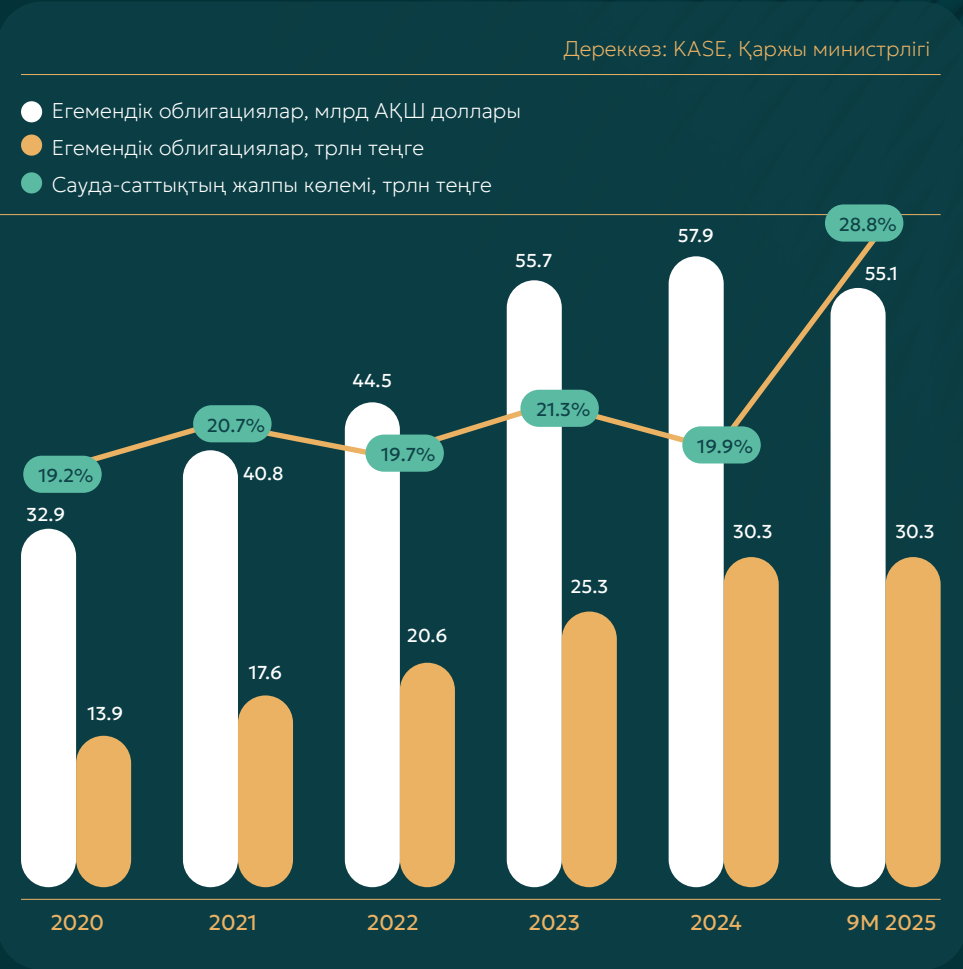
Нарықтың ауқымы мен белсенділігі

3.3.2.1

Сурет 34

АҚШ долларымен және теңгемен номинирленген мемлекеттік бағалы қағаздар нарығы

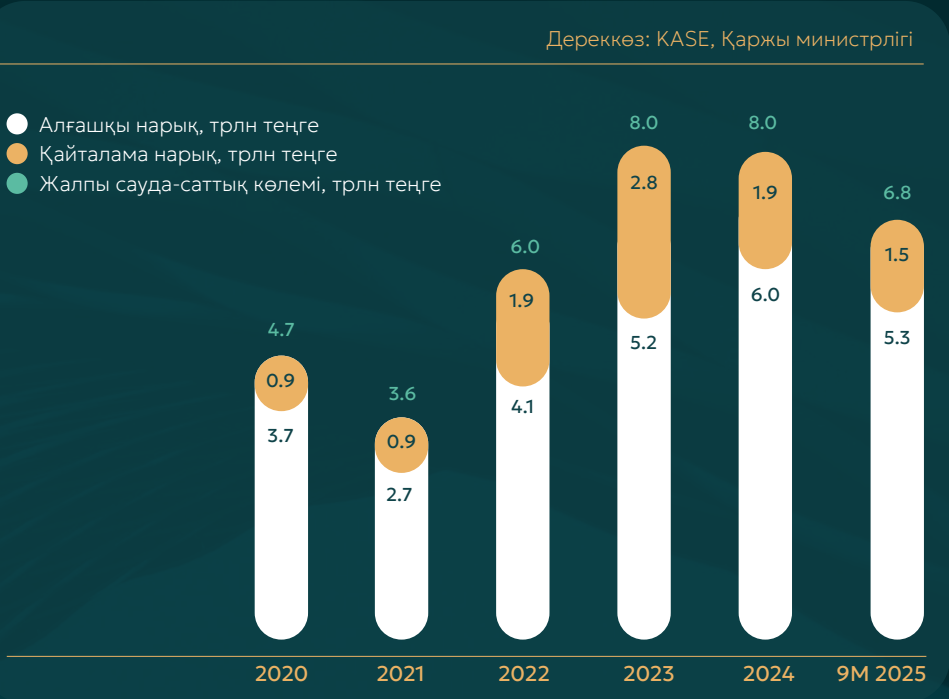
2025 жылдың үшінші тоқсанының соңындағы жағдай бойынша ішкі биржадағы мемлекеттік борыш құралдарының номиналды көлемі 55,9 трлн теңгеге жетті.



Сурет 35

Бастапқы және қайталама нарықтардағы мемлекеттік бағалы қағаздармен сауда-саттық көлемі, трлн теңге

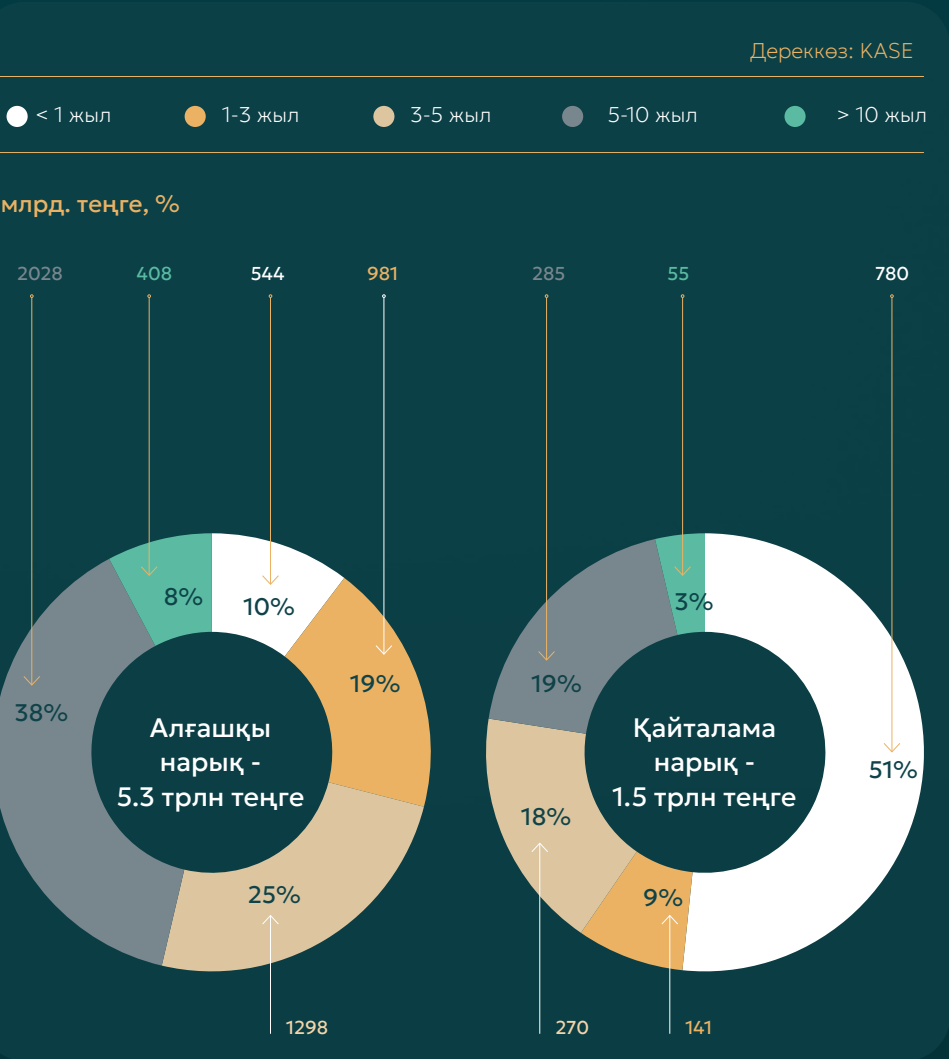
2025 жылдың 9 айындағы сауда-саттық көлемі 6,8 трлн теңгені құрап, жылдық мәнде іс жүзінде өзгерген жоқ (-0,2%). Бастапқы нарықтың үлесіне 5,3 трлн теңге, ал қайталама нарықтың үлесіне 1,5 трлн теңге тиесілі болды, бұл ретте қайталама нарықтағы көлемдер жылдық есептеуде 5,4%-ға өсті.



Сурет 36

2025 жылдың 9 айындағы бастапқы және қайталама нарықтардағы мемлекеттік бағалы қағаздармен сауда-саттық көлемінің өтеу мерзімдері бойынша құрылымы

Мұндай құрылым облигацияларды өтеу мерзіміне дейін сатып алып, ұстап тұру стратегиясына бағдарланған инвесторлардың басымдығын көрсетеді. Бұл бастапқы орналастыруларға тұрақты сұранысты қолдайды, алайда қайталама нарықта облигациялардың жекелеген шығарылымдары бойынша белсенді сауда-саттықтың дамуына әрдайым ықпал ете бермейді.



3. ҚАЗАҚСТАННЫҢ КАПИТАЛ НАРЫҚТАРЫНА ШОЛУ

Инвесторлық база және шетелдік капиталдың қатысуы

3.3.2.2

Сурет 37

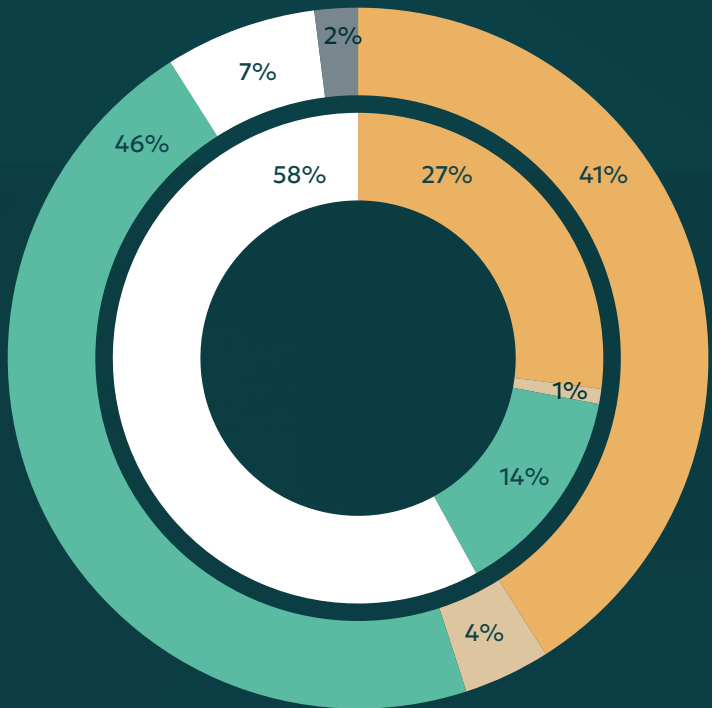
2025 жылғы қыркүйектегі жағдай бойынша бастапқы және қайталама нарықтардағы мемлекеттік бағалы қағаздармен сауда-саттық көлемінің инвесторлар түрлері бойынша құрылымы

2025 жылдың тоғыз айында бастапқы нарықтағы белсенділіктің 27%-ы банктердің үлесіне тиді, ал «өзге институционалдық инвесторлар» санаты 58%-ы қалыптастырды. Бөлшек инвесторлардың қатысуы мардымсыз деңгейде қалды: жеке тұлғалардың үлесі 0,1%-дан аз болды. Қайталама нарықта банктердің үлесі 41%-ға дейін өсті, ал «өзге заңды тұлғалар» санатына 46% тиесілі болды. Бейрезиденттер қайталама нарықтағы айналымның 23%-ын қамтамасыз етті.

Дереккөз: KASE

- Банктер
- Брокер-дилерлер
- Басқа заңды тұлғалар
- Басқа институционалдық инвесторлар
- Жеке тұлғалар

Ішкі шеңбер бастапқы орналастыруларды, ал сыртқы шеңбер қайталама нарықты көрсетеді



Инвесторлық базаның мұндай құрылымы нарық үшін екі негізгі байқауды бөліп көрсетуге мүмкіндік береді.

1

Ішкі институционалдық инвесторлар, әсіресе ұзақ мерзімді жинақтау қорлары, сұраныстың тұрақтандырушы негізі болып қала береді.

2

Шетелдік инвесторлардың қатысуы қайталама сауда-саттыққа елеулі ықпал етеді, бұл айналыс мерзімдері негізгі болып табылатын шығарылымдар бойынша баға белгілеудің неғұрлым дәл қалыптасуына ықпал етуі мүмкін. Сонымен қатар, шетелдік инвесторлар, әдетте, айырбас бағамы бойынша күтулерге, тәуекелге жаһандық тәбетке, сондай-ақ есеп айырысулар мен хеджирлеу құралдарына қолжетімділіктің ыңғайлылығына неғұрлым сезімтал келеді.

Мемлекеттік бағалы қағаздардың ішкі нарығының құрылымы

3.3.2.3

Ұлттық валютадағы (ҰВ) облигациялар нарығы мемлекеттік бюджетті қаржыландыру мен өтімділікті басқарудың негізгі алаңы болып қала береді. Ол KASE базасында жұмыс істейді.

Қаржы министрлігі (фискалдық эмиссиялар)



Құралдар: МЕККАМ (мерзімі 1 жылға дейінгі қысқа мерзімді мемлекеттік бағалы қағаздар), МЕОКАМ (мерзімі 1–5 жыл болатын орта мерзімді мемлекеттік бағалы қағаздар), МЕУКАМ (мерзімі 5 жылдан асатын ұзақ мерзімді мемлекеттік бағалы қағаздар).

Кірістілік деңгейі: 2025 жылғы қазанда Ұлттық Банктің базалық мөлшерлемені 18,00% пайызға дейін көтеруі қысқа мерзімді кірістілікті 16,0–17,0% пайыз диапазонына дейін жеткізді. Бұл Қаржы министрлігі үшін қарыз алу құнын арттырады, бірақ сонымен қатар мемлекеттік бағалы қағаздарды номиналды кірістілік тұрғысынан инвесторлар үшін тартымдырақ етіп, банктер тарапынан сұранысты қолдайды.

Қазақстан Ұлттық Банкі (монетарлық эмиссиялар)



ҚҰБ ноталары: теңгемен көрсетілген артық өтімділікті реттеу үшін пайдаланылатын ҚҰБ-тың ақша-кредит саясатының қысқа мерзімді құралдары (мерзімі 7 күннен 364 күнге дейін). ҚҰБ ноталары ішкі нарықтағы ең өтімді құралдардың қатарына жатады және коммерциялық банктер тарапынан өтімділікті басқару үшін белсенді түрде пайдаланылады.

4 Сыртқы егемендік қарыз алу және кірістілік бағдарлары

3.3.2.4

Шетел валютасындағы облигациялар шығару сыртқы баға бағдарын қалыптастырып, инвесторлық базаны кеңейтуге мүмкіндік береді. 2025 жылғы 24 маусымда Қазақстан 2,5 млрд АҚШ доллары көлемінде егемендік еурооблигацияларды орналастырды. Орналастыру 1,35 млрд АҚШ доллары көлеміндегі жеті жылдық траншқа (купондық мөлшерлеме – 5,0%) және 1,15

млрд АҚШ доллары көлеміндегі он екі жылдық траншқа (купондық мөлшерлеме – 5,5%²¹) бөлінді. Бұл теңгемен қорландыруды толықтыра отырып, мемлекеттің долларлық кірістілік қисығын кеңейтеді және квазимемлекеттік компаниялар мен банктер облигациялары бойынша спредтерге неғұрлым айқын бағдар қалыптастырады.

Несиелік негіздер нарыққа қолжетімділік үшін қолайлы жағдайларды сақтап отыр. 2025 жылғы шілдеде Fitch Ratings агенттігі Қазақстан рейтингін «Тұрақты» болжамымен BBB деңгейінде растады.²²

²¹ Ministry of Finance of the Republic of Kazakhstan

²² Fitch Ratings

3. ҚАЗАҚСТАННЫҢ КАПИТАЛ НАРЫҚТАРЫНА ШОЛУ

3.3.2

Мемлекеттік облигациялар
кірістілігі және кірістілік
қисығы

3.3.2.5

2025 жылы кірістілік деңгейі жоғары мөлшерлемелер жағдайын және сақталып отырған инфляциялық қысымды көрсетті. 2025 жылғы 29 тамызда Қазақстан Республикасының Ұлттық Банкі базалық мөлшерлемені +/- 1,0 т.п. пайыздық дәлізімен 16,5% пайыз деңгейінде сақтап қалды.²³ Ресми статистикаға сәйкес, 2025 жылғы қыркүйекте инфляция жылдық мәнде 12,9% пайызды құрады²⁴.

²³ National Bank of the Republic of Kazakhstan

²⁴ National Bureau of Statistics

Осы жағдай аясында ішкі мемлекеттік облигациялар нарығындағы байқалған кірістілік диапазоны (2025 жылғы қазан айының басындағы жағдай бойынша) кең болды:



Қазақстан Республикасының Ұлттық Банкі қысқа мерзімді облигациялары:

бастапқы нарықта – 13,00% пайыз – 16,70% пайыз, қайталама нарықта – 13,74% пайыз – 16,50% пайыз

Қазақстан Республикасының Қаржы министрлігі купондық облигациялары (МЕКАМ):

бастапқы нарықта – 11,98% пайыз – 17,15% пайыз, қайталама нарықта – 11,50% пайыз – 17,94% пайыз

Мұндай кірістілік диапазоны ішінара өтеу мерзімдеріндегі айырмашылықтарды, жекелеген шығарылымдардың өтімділік деңгейін, сондай-ақ ақша-кредит саясатының одан арғы траекториясына қатысты күтулердің өзгеруін көрсетеді.

Қазақстан үшін кірістілік қисығының мұндай нысаны бірнеше маңызды нарықтық сигналдарды білдіруі мүмкін:



1

Базалық мөлшерлеменің әсері.

Базалық мөлшерлеменің жоғары деңгейі кірістілік қисығының қысқа шетіне ықпалын сақтап, қысқа мерзімді құралдардың кірістілігін жоғары деңгейде ұстап тұр.

2

Мерзім үшін сыйақы.

Ұзақ мерзімдер үшін сыйақының салыстырмалы түрде шектеулі болуы ақша-кредит саясатының кейіннен жұмсартылуына қатысты күтулерді немесе зейнетақы және сақтандыру қорларын қоса алғанда, құрылымдық инвесторлар тарапынан тұрақты сұранысты көрсетуі мүмкін.

3

Өтімділіктің рөлі.

Ең өтімді шығарылымдардың, соның ішінде бенчмарк-құралдардың кірістілігі өтімділігі төмен бағалы қағаздардың кірістілігінен ерекшеленуі мүмкін, бұл нарықтағы байқалатын кірістілік диапазонына әсер етеді.

Кірістілік қисығының нысаны
және оның сигналдары

Сурет 38

Аукциондардағы мемлекеттік облигациялар кірістілігінің қисығы

Аукциондардағы кірістілік негізінен 14,1% пайыз – 16,87% пайыз диапазонында болды, бұл ретте 2025 жылғы шығарылымдардың шамамен 50% пайызы өтеу мерзімі 5 жылға дейінгі бағалы қағаздарға шоғырланды. Бұл инвесторлардың базалық мөлшерлеменің одан арғы траекториясына қатысты белгісіздік жағдайында қысқа дюрацияны артық көретінін көрсетеді.

Дереккөз: National Bank of Kazakhstan



Бұл жалпы капитал нарығы үшін неліктен маңызды

Бюджет стратегиясы үшін:

жоғары мөлшерлемелер жағдайында қарыз алу мерзімін ұзарту эмитент үшін неғұрлым шығынды болады. Бұл неғұрлым қысқа мерзімді құралдарды орналастыруға деген қызығушылықты қолдауы мүмкін, сонымен қатар қайта қаржыландыру тәуекелін басқару қажеттілігін сақтайды.

Корпоративтік нарық үшін:

мемлекеттік кірістілік қисығы корпоративтік спредтерді бағалау үшін базалық бағдарды қалыптастырады. Мерзім үшін сыйақы шектеулі болған жағдайда, егер инвесторлар кредиттік және дюрациялық тәуекел үшін қосымша өтемақы алмаса, компанияларда ұзақ мерзімді облигациялар шығаруға ынталандыру аз болуы мүмкін.

Инвесторлардың стратегиясы тұрғысынан:

қысқа мерзімді кірістіліктің жоғары деңгейі қысқа мерзімді құралдарға басымдық беруге ықпал етеді. Сонымен қатар дюрацияны ұлғайту туралы шешімдер инфляциялық деректерге, базалық мөлшерлеме бойынша күтулерге және реттеушінің мәлімдемелеріне анағұрлым сезімтал бола түседі, бұл макроэкономикалық деректер жарияланатын кезеңдерде және Қазақстан Республикасының Ұлттық Банкі ақша-кредит саясаты жөніндегі отырыстары кезінде кірістілік қисығының құбылмалылығын арттыруы мүмкін.

Құрылымдық өзгерістер мен реформалар

3.3.2.6

Нарық динамикасын қалыптастыратын факторлар

3.3.3.1

Мемлекеттік борышты басқару жөніндегі кеңес:

Халықаралық есеп айырысулар:

2025 жылдың соңында үкімет **Мемлекеттік борышты басқару жөніндегі кеңесті құрды.25** Бұл ведомствоаралық орган (Қазақстан Республикасының Қаржы министрлігі, Қазақстан Республикасының Ұлттық Банкі, Қазақстан Республикасының Ұлттық экономика министрлігі) эмиссия күнтізбелерін неғұрлым тиімді үйлестіруді қамтамасыз етеді.

Нарық Clearstream арқылы (Citibank Kazakhstan арқылы) есеп айырысу байланыстарының мүмкіндіктерін пайдалануды жалғастыруда. Бұл шетелдік инвесторларға жергілікті брокерлерде толық инфрақұрылым құрмай-ақ жергілікті мемлекеттік облигациялармен (MEUKAM) сауда жасауға мүмкіндік береді. Аталған фактор жаһандық құбылмалылыққа қарамастан, бейрезиденттердің үлесін шамамен 10% пайыз деңгейінде ұстап тұру үшін негізгі фактор болып табылады.

Қазақстандағы жасыл және ESG- облигациялар нарығының қалыптасуы төмен көміртекті өсімге және тұрақты даму саласындағы ашықтықты арттыруға бағытталған стратегиялық бағыттың бір бөлігі болып табылады. Негізгі негіз ретінде елдің 2060 жылға қарай көміртегі бейтараптығына қол жеткізу жөніндегі міндеттемесі қызмет етеді.

Мемлекеттік бағалы қағаздар сегменті бүкіл капитал нарығының тірегі болып табылса, «жасыл» және ESG-құралдар сегменті (экологиялық, әлеуметтік және корпоративтік басқару) Қазақстанның қаржылық ландшафтындағы қалыптасып келе жатқан ниша болып табылады.

2025 жылғы қыркүйектегі жағдай бойынша айналыстағы ESG борыштық құралдарының көлемі 1,2 трлн теңгеден асты. Өсімнің негізгі драйверлері квазимемлекеттік компаниялар мен халықаралық қаржы институттары (ХҚИ) болып табылады.²⁷

Қазақстанда жасыл қаржыландырудың дамуы қалыптасып келе жатқан реттеуші және әдіснамалық базамен қолдау табуда. Бұл жүйенің маңызды элементі 2021 жылы бекітілген Қазақстанның жасыл таксономиясы болды, ол жобаларды жасыл жобалар санатына жатқызу критерийлерін айқындайды және эмитенттердің тартылған

қаражатты пайдалану туралы есептілігін неғұрлым біріздендіруге ықпал етеді. Таксономия CBI және ICMA қағидаттарын қоса алғанда, халықаралық тәсілдерді ескереді, бұл халықаралық инвесторлар үшін құралдардың салыстырмалылығын арттырып, greenwashing («жасыл камуфляж») тәуекелдерін төмендетеді.

Тұрақты қаржыландыру саласындағы дәйекті саяси бағыт жасыл жобалар таксономиясын дамытуда және эмитенттер, инвесторлар мен қаржы институттары үшін неғұрлым түсінікті бағдарларды қалыптастыруда да көрініс табуда.²⁸

2026 жылға болжам

Рейтингтер динамикасы:

S&P Global Ratings белгілеген «Оң» болжам бюджет тәртібі сақталған жағдайда алдағы 12 ай ішінде рейтингтің BBB деңгейіне дейін көтерілу мүмкіндігін көрсетеді²⁶.

Қазақстандық тәсілдің практикалық ерекшелігі реттеуші базаны жасыл құралдарды шығаруды ынталандыру шараларымен ұштастыру болып табылады. Елде жасыл жобаларды қаржыландыруды субсидиялауды, купондық төлемдерді қолдауды және жасыл облигациялар бойынша кепілдіктер беруді қоса алғанда, қолдау тетіктері қарастырылған. Бұл шаралар эмитенттер үшін жағдайларды жақсартуға және нарықтағы жасыл қаржы құралдарының ұсынысын кеңейтуге бағытталған.

²⁵ Kazakhstan Launches State Debt Management Council

²⁶ National Bank of Kazakhstan - S&P Global Ratings international rating agency revised its outlook for Kazakhstan to positive

²⁷ KASE – Performance overview in 9M 2025

²⁸ Climate Laws

3. ҚАЗАҚСТАННЫҢ КАПИТАЛ НАРЫҚТАРЫНА ШОЛУ

3.3.3

Реттеу және нарықтық инфрақұрылым: жасыл және ESG-қаржыландыру стандарттарын қалыптастыру

3.3.3.2

Қазақстанда жасыл және ESG борыштық құралдарын шығару қағидалары халықаралық қағидаттар мен танылған нарықтық стандарттарды ескере отырып қалыптастырылған. AIFC шеңберінде «ESG-облигациялар» санаты тек жасыл облигацияларды ғана емес, сонымен қатар әлеуметтік облигацияларды, тұрақты даму облигацияларын, тұрақты даму көрсеткіштеріне байланыстырылған облигацияларды, өтпелі және көгілдір құралдарды да қамтиды, бұл ретте кеңінен қолданылатын

стандарттарға (ICMA қағидаттары мен нұсқаулықтары, Climate Bonds Standard, сондай-ақ танылған таксономиялар, соның ішінде Қазақстанның Жасыл таксономиясы)²⁹ сәйкестік қажеттілігі нақты көрсетілген. Бұл инвесторлардың сенімін нығайту үшін маңызды, өйткені ол «таңбалау тәуекелін» төмендетіп, жергілікті шығарылымдарды тұрақты облигациялардың халықаралық нарықтарымен неғұрлым салыстырмалы етеді.

²⁹ AIFC

Нарықтың ашықтығын қолдау және бенчмарктерді қалыптастыру мақсатында ішкі биржа 2024 жылғы³⁰ қазаннан бастап ESG-облигациялар бойынша арнайы индекстер мен кірістілік индикаторларын енгізді. Жергілікті нарықта индекстік инвестициялау әзірге бастапқы кезеңде болғанымен, бұл құралдар маңызды рөл атқарады, өйткені олар нәтижелерді өлшенетін етеді және институционалдық инвесторларға өздерінің инвестициялық мандаттарын формализациялауға көмектеседі.

³⁰ KASE

Шығарылымдардың өсуі: салыстырмалы түрде шағын базадан нарықтың кеңеюі

3.3.3.3

Нарықтың абсолюттік мәндегі өсуі жылдам болды, дегенмен ол облигациялар нарығының жалпы көлемімен салыстырғанда салыстырмалы түрде шағын базадан басталды. Азия облигациялар нарықтары форумына арнап дайындалған «Қазақстан облигациялар нарығына жолсілтеме» материалдарына сәйкес, **2024 жылы шығарылған ESG-облигациялар көлемі 2,2 есеге өсіп, 1,6 млрд АҚШ долларына жетті, ал шығарылымдар саны 1,4 есеге артып, 31-ге жетті.**³¹

Контекст үшін: тұрақты қаржыландыру құралдарының жаһандық нарығы ірі әрі неғұрлым стандартталған нарыққа айналды, ал жасыл құралдар оның ең ірі сегментін қалыптастырады. Бұл трансшекаралық сұранысты тарту үшін халықаралық қағидаттарға сәйкестіктің және сенімді есептіліктің маңыздылығын арттырады.³²

³² Climate bonds

Нарық сапасы: сенімділік, есептілік және инвесторлар сұранысы

Дамудың келесі кезеңі ESG-таңбалауы бар құралдар санының артуымен емес, нарық сапасының жақсаруымен көбірек байланысты:



Сыртқы бағалау және есептілік тәртібі. Инвесторлар әдетте қаражатты пайдаланудың нақты тәртібін, жобалардың таксономияға сәйкестігін және эмиссиядан кейінгі есептілікті күтеді. Қазақстандық жүйе эмитенттерді танылған стандарттар мен таксономияларға бағдарлайды. Сонымен қатар нарыққа деген сенім барған сайын қаражатты бөлу және олардың әсері туралы ақпаратты әрбір эмитент деңгейінде дәйекті түрде ашуға тәуелді болады.

Жаңа шығарылымдарға арналған жобалық база. Таксономия мен қолданыстағы қолдау тетіктері ұсынысты қалыптастыруға көмектеседі, алайда нарықты ауқымдау үшін тек субсидияланатын банктік арналар арқылы емес, капитал нарықтары арқылы қаржыландыру тарта алатын жобалардың неғұрлым кең базасы қажет.

³¹ AsianBonds - ADB

3. ҚАЗАҚСТАННЫҢ КАПИТАЛ НАРЫҚТАРЫНА ШОЛУ

АҚША НАРЫҒЫ

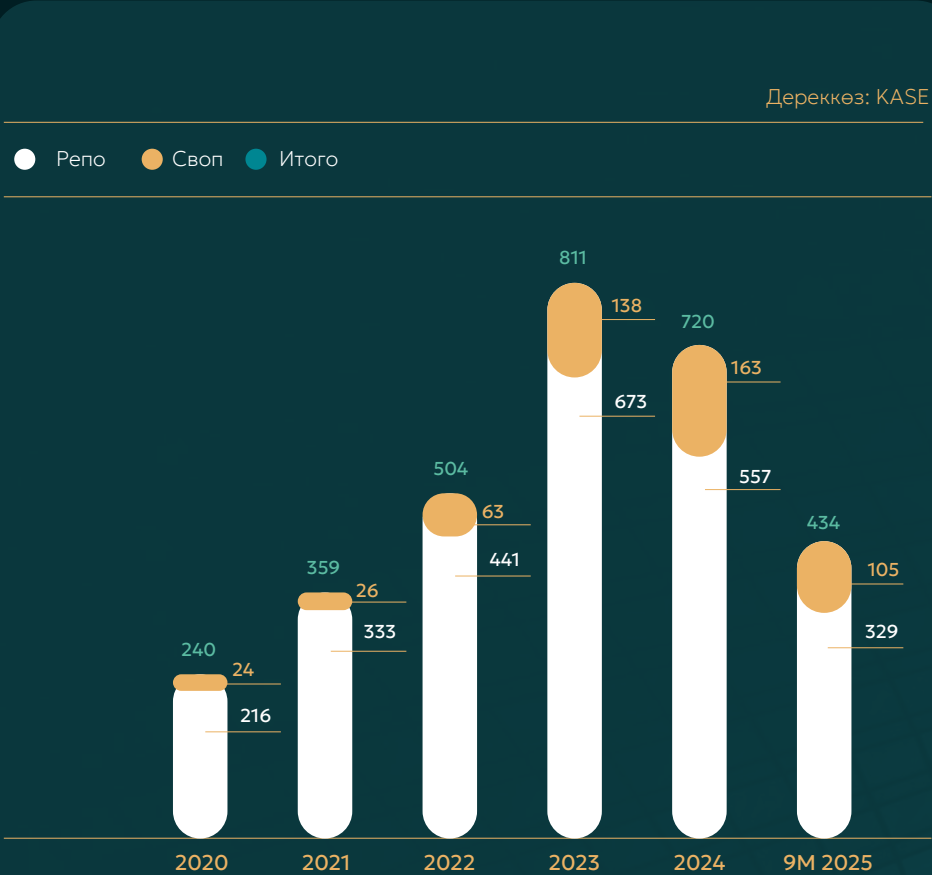
3.4

Қазақстанның ақша нарығы қаржы жүйесіндегі қысқа мерзімді өтімділікті басқарудың негізгі сегменті болып табылады. Ол банктер мен басқа да қаржы ұйымдарына негізінен РЕПО мәмілелері мен валюталық своптар арқылы қысқа мерзімге қаражат тартуға және орналастыруға мүмкіндік береді, сондай-ақ ақша-кредит саясатының трансмиссиясында маңызды рөл атқарады. Ақша нарығындағы операциялар айтарлықтай дәрежеде мемлекеттік бағалы қағаздармен және Ұлттық Банк құралдарымен қамтамасыз етілген.

Сурет 39

KASE-дегі РЕПО операциялары мен валюталық своптар айналымы, млрд АҚШ доллары.

KASE-дегі сауда көлемі бойынша ақша нарығы ең ірі сегмент болып қала береді. 2024 жылы оның жалпы айналымы шамамен 720,3 млрд АҚШ долларын немесе 338,1 трлн теңгені құрады, бұл алдыңғы жылдың деңгейінен төмен. KASE деректеріне сәйкес, төмендеу инфляцияның баяулауы және жылдың бірінші жартысында базалық мөлшерлеменің төмендеуі аясында қысқа мерзімді өтімділікке деген қажеттіліктің біршама қалыпты болуымен байланысты болды.



РЕПО операциялары ақша нарығындағы операциялардың негізгі құралы болып табылады.³³ 2024 жылы РЕПО операциялары бойынша жалпы айналым шамамен 557,2 млрд АҚШ долларына немесе 261,6 трлн теңгеге жетіп, ақша нарығындағы сауданың негізгі бөлігін құрады. Операциялардың орташа күндік көлемі шамамен 2,24 млрд АҚШ долларын немесе 1,05 трлн теңгені құрады. РЕПО операцияларының 74,1% пайызы мемлекеттік бағалы қағаздармен қамтамасыз етілген автоматты мәмілелер арқылы жүргізілсе, тағы 25,7% пайызы Ұлттық Банктің бағалы қағаздарымен қамтамасыз етілді.

РЕПО операцияларымен қатар, валюталық своп операциялары қысқа мерзімді қорландырудың маңызды құрамдас бөлігі болып табылады. 2024 жылы валюталық своптар бойынша сауда көлемі шамамен 163,1 млрд АҚШ долларына немесе 76,5 трлн теңгеге дейін өсті. РЕПО айналымының төмендеуі аясында осы сегменттегі белсенділіктің артуы ақша нарығының негізгі құралдары арасындағы операциялардың қайта бөлінуін көрсетеді, бірақ оның қаржы жүйесіндегі рөлінің төмендеуін білдірмейді.

2025 жылдың 9 айында ақша нарығының айналымы шамамен 434,0 млрд АҚШ долларын немесе 232,6 трлн теңгені құрап, жылдық мәнде төмендеуін жалғастырды. Осы кезеңде Ұлттық Банк баға тұрақтылығын қолдауға бағытталған саясат аясында базалық мөлшерлемені 16,50% пайыз деңгейінде ұстап тұрды, бұл қысқа мерзімді қорландыру құнына әсер етті. 2025 жылдың 9 айында РЕПО операциялары бойынша айналым шамамен 329,3 млрд АҚШ долларына немесе 176,5 трлн теңгеге дейін төмендеді, ал валюталық своптар айналымы шамамен 104,7 млрд АҚШ долларын немесе 56,1 трлн теңгені құрады, бұл алдыңғы жылдың сәйкес кезеңімен салыстырғанда біршама төмен болды.³⁴

Жалпы алғанда, 2024–2025 жылдардағы ақша нарығының динамикасы бұл сегменттегі сауда көлемінің өзгерістері ең алдымен қатысушылардың қысқа мерзімді өтімділікке деген қажеттілігін және ақша-кредит саясатының параметрлерін көрсететінін, ал тәуекелге тәбеттің немесе капитал нарығы тереңдігінің өзгеруін білдірмейтінін көрсетеді. Сауда көлемінің едәуір жоғары болуына қарамастан, ақша нарығы ең алдымен өтімділікті басқару және қаржылық тұрақтылықты қолдау функциясын атқарады, ал ұзақ мерзімді капитал қалыптастыру қызметін негізінен акциялар мен облигациялар нарығы орындайды.

³³ KASE annual report, 2024

³⁴ KASE announces exchange market results for Q3 and nine months of 2025

3. ҚАЗАҚСТАННЫҢ КАПИТАЛ НАРЫҚТАРЫНА ШОЛУ

БӨЛШЕК
ИНВЕСТОРЛАР

3.5

Бөлшек инвесторлардың қатысуы Қазақстанның капитал нарығын дамытудағы анағұрлым маңызды факторға айналды, бұған биржалық инфрақұрылымға цифрлық қолжетімділіктің жеңілдетілуі және KASE мен AIX алаңдарындағы инвестициялық мүмкіндіктердің кеңеюі ықпал етті. 2025 жылғы қыркүйектің соңындағы жағдай бойынша клиенттік брокерлік шоттар саны KCSD жүйесінде 4,62 млн-ға, ал AIX CSD жүйесінде 2,17 млн-ға жетті. Бұл көрсеткіштерді қосуға болмайды, өйткені олар бірегей инвесторлар санын емес, шоттар санын көрсетеді және платформалар арасындағы қайталануларды қамтуы мүмкін.

Нарықтағы инвесторлардың қатысу моделі барған сайын платформалық сипатқа ие болуда: омнибус-шоттар барлық шоттардың 80% пайыздан астамын құрайды, бұл цифрлық платформалар (мобильді қосымшалар), брокерлік қосымшалар және кірудің төмен минималды шектері арқылы қолжетімділіктің өсуін көрсетеді. Сонымен қатар, саны шамамен 695,3 мыңды құрайтын сегрегацияланған қосалқы шоттар көбіне тәжірибелі әрі белсенді инвесторларға тән.

Бөлшек инвесторлар, әсіресе акциялар нарығында, биржалық өтімділіктің маңызды факторына айналды. 2024 жылы жеке тұлғалар акциялардың қайталама нарығындағы жалпы айналымның 62,1% пайызын

қамтамасыз етсе, 2025 жылдың 9 айында олардың үлесі 55,2% пайызды құрады. Сонымен қатар, акциялармен жасалған мәмілелер саны 2024 жылғы шамамен 3,6 млн-нан 2025 жылдың 9 айында шамамен 4,5 млн-ға дейін өсті.

Бұл нарық үшін құрылымдық маңызға ие: негізгі листингтік бағалы қағаздар бойынша баға қалыптастыру мен өтімділік барған сайын ішкі бөлшек инвесторлардың белсенділігімен қамтамасыз етіліп, институционалдық және шетелдік қатысушылардың дәстүрлі рөлін толықтыра түсуде.

Инвесторлық база кеңейіп келе жатқанымен, активтердің бөлінуі әлі де шоғырланған күйде қалып отыр. KCSD субшоттары бойынша деректер шоттар саны тұрғысынан салыстырмалы түрде теңгерімді құрылымды көрсетеді: 2025 жылдың бірінші жартыжылдығында ерлердің үлесі шамамен 54% пайызды, ал әйелдердің үлесі шамамен 44% пайызды құрады. Сонымен қатар, активтерге иелік ету құрылымы біркелкі емес күйінде қалып отыр: бағалы қағаздар құнының шамамен үштен екісі ерлердің үлесіне тиесілі болды (2025 жылдың бірінші жартыжылдығында).

Инвесторлық базаның жас құрылымы да ұқсас көріністі көрсетеді: жас инвесторлар шоттар саны бойынша елеулі үлеске ие болғанымен, портфельдердің негізгі құны егде

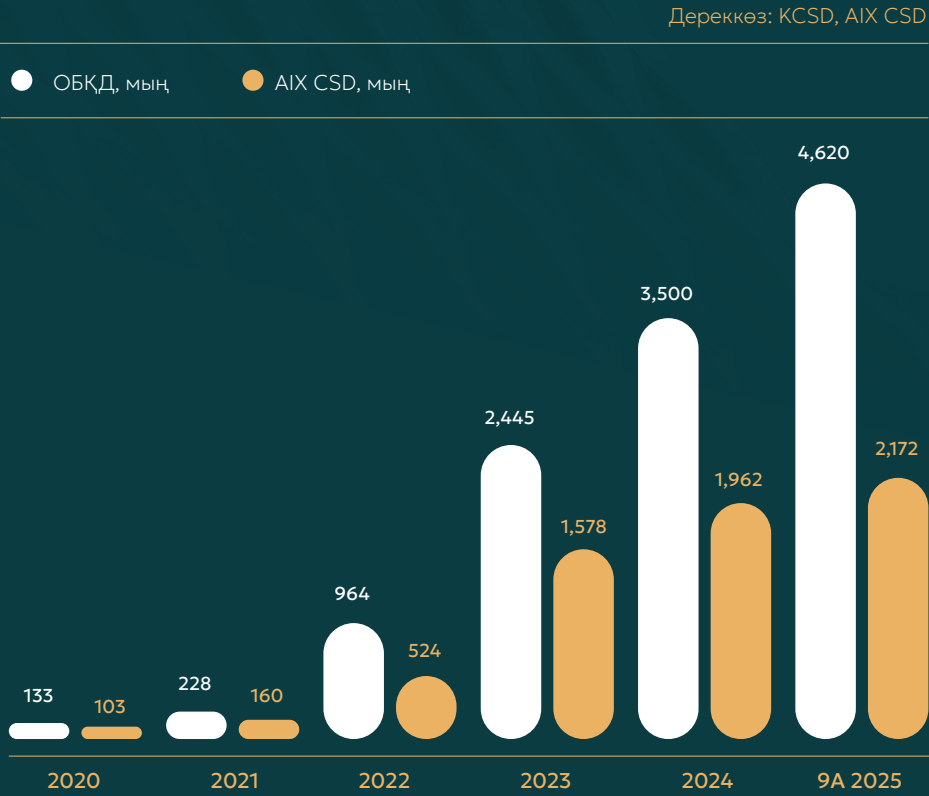
жастағы топтардың қолында шоғырланған. 2025 жылдың бірінші жартыжылдығында 18–24 жас аралығындағы инвесторлардың үлесіне субшоттардың 15,6% пайызы, ал 25–34 жас тобының үлесіне 32,2% пайызы тиесілі болды. Сонымен қатар 35–54 жас аралығындағы және 55+ жастағы инвесторлардың иелігінде бағалы қағаздардың жалпы құнының 70% пайыздан астамы болды.

Корпоративтік облигациялар сегментінде бөлшек инвесторлардың қатысуы өсіп келе жатқанымен, ол акциялар нарығына қарағанда неғұрлым іріктемелі сипатта қалып отыр. 2025 жылдың 9 айында жеке тұлғалардың үлесіне корпоративтік облигациялардың қайталама нарығындағы айналымның 23,1% пайызы тиесілі болса, бастапқы орналастырулардағы олардың үлесі 2,4% пайызды құрады. Сонымен қатар, бөлшек инвесторлар жоғары кірістілігі бар құралдарға, соның ішінде микроқаржы ұйымдарының облигацияларына көбірек бағдарлануда. 2024 жылы микроқаржы ұйымдарының облигацияларымен сауда көлемі 84,2% пайызға өсті, ал осы сегменттің қайталама нарығындағы жеке тұлғалардың үлесі 46,8% пайызды құрады.

Сурет 40

KCSD және AIX CSD жүйелеріндегі брокерлік шоттар саны

KASE-де ақша нарығы сауда көлемі бойынша ең ірі сегмент болып қала береді. 2024 жылы ақша нарығындағы сауданың жиынтық көлемі шамамен 720,3 млрд АҚШ долларын (338,1 трлн теңге) құрады, бұл алдыңғы жылмен салыстырғанда төмендеуді көрсетті. KASE деректеріне сәйкес, бұл қысқару инфляциялық қысымның әлсіреуі және ақша-кредит жағдайларының жұмсаруы аясында жыл бойының басым бөлігінде қысқа мерзімді өтімділікке сұраныстың төмендеуімен байланысты болды.



Толығырақ AIFC-тің бөлшек инвестициялау туралы есебінен қараңыз

ӨҢІРЛІК ШОЛУ: ӨЗБЕКСТАН, ҚЫРҒЫЗСТАН, ӘЗЕРБАЙЖАН

4

Өзбекстан, Қырғызстан және Әзербайжан өздерінің капитал нарықтарының негізін әртүрлі жағдайларда қалыптастыруда — Өзбекстан жеңісті үйлестірілген мемлекеттік жекешелендіру бағдарламасы аясында, мұнда акциялар нарығы көш бастап тұр; Қырғызстан — инфрақұрылымды жаңғырту және биржалық белсенділіктің күрт жеделдеуі арқылы; Әзербайжан — Баку қор биржасының 2024–2026 жылдарға арналған стратегиялық бағдарламасы және өз тарихындағы алғашқы IPO толқыны арқылы. Үш нарық та өз экономикаларымен салыстырғанда салыстырмалы түрде шағын, еркін айналымдағы акциялардың үлесі шектеулі, қайталама нарықтың өтімділігі төмен және институционалдық капитал емес, банктер мен бөлшек қатысушылар басымдыққа ие инвесторлар базасы болып қала береді.

НЕГІЗГІ КӨРСЕТКІШТЕР

↓

↑

22
млрд. АҚШ долл.

Өзбекстан акциялар нарығының жиынтық нарықтық капитализациясы

2025 жылы Өзбекстанның егеменді еурооблигацияларын орналастыру

1.5 млрд. АҚШ долл.

2025 жылғы қазанда Әзербайжандағы IPO толқыны барысында тартылған капитал көлемі, бұл жиынтық нарықтық капитализацияны 18,4 млрд АҚШ долларына дейін ұлғайтты

340 млн. АҚШ долл.

2024

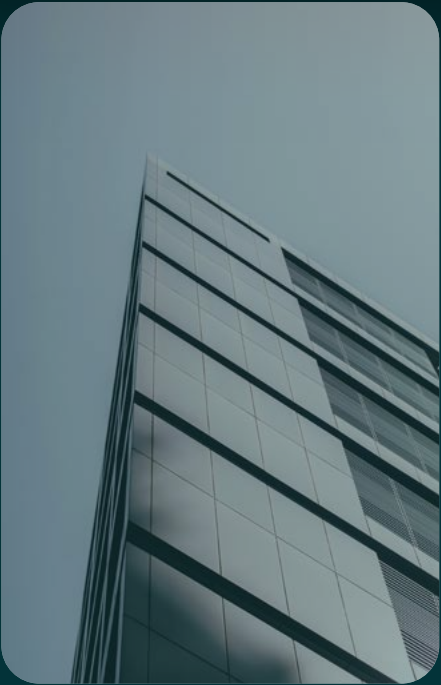
Әзербайжан тарихындағы алғашқы IPO өткізілген жыл, одан кейін 2025 жылғы қазанда тағы 7 IPO өтті

573.9
млн. АҚШ долл.

2025 жылғы маусымдағы жағдай бойынша ҚҚБ-дағы (Қырғызстан) сауда-саттық көлемі — 2023 жылдың толық көрсеткішінен асып түсті

2025 жылы шетелдік институционалдық инвесторлардың әзербайжандық бағалы қағаздарға салған инвестицияларының өсуі

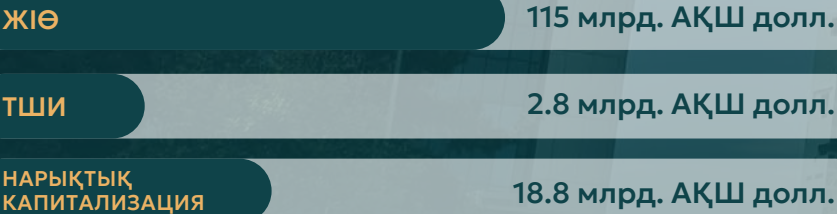
78%



4. Өңірлік шолу:
Өзбекстан, қырғызстан, әзербайжан

4.1

ӨЗБЕКСТАН



ҚЫЗЫҚТЫ ДЕРЕК

Жиынтық нарықтық капитализация шамамен 22 млрд АҚШ долларын құрайды

22 млрд. АҚШ долл. ↑

4. ӨҢІРЛІК ШОЛУ:
ӨЗБЕКСТАН, ҚЫРҒЫЗСТАН, ӘЗЕРБАЙЖАН

МАКРОЭКОНОМИКАЛЫҚ ШОЛУ

4.1.1

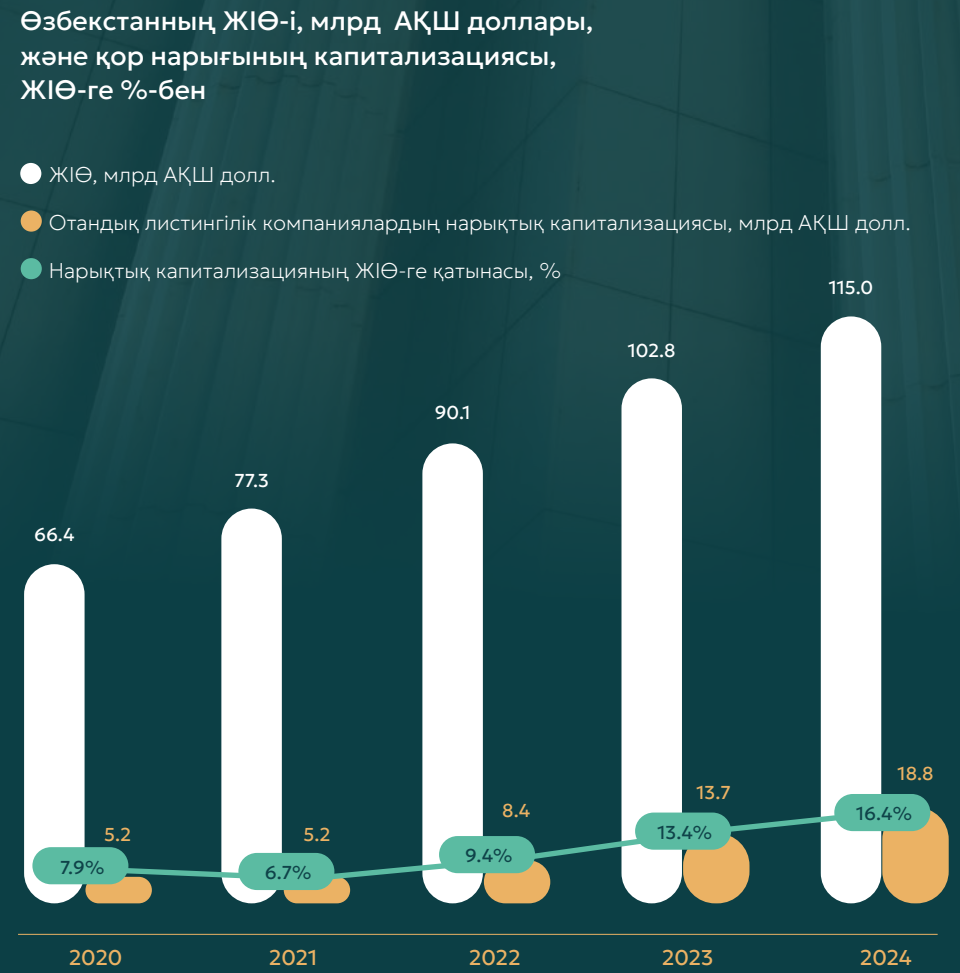
Өзбекстанның капитал нарығы мемлекеттік жекешелендіру бағдарламасы, мемлекеттік сектордың қаржыландыру тартуға деген өсіп келе жатқан қажеттіліктері және жаһандық қаржы нарықтарымен неғұрлым терең интеграциялану жөніндегі стратегиялық мақсат аясында біртіндеп әрі барған сайын айқын трансформациядан өтуде.

Капитал нарығының экономика көлеміне қатысты ауқымы шектеулі болғанына қарамастан, реформалар қарқыны күшейіп келеді, ал ұзақ мерзімді бастамалар біртіндеп алғашқы нәтижелерін бере бастады.

Сурет 41

Дереккөз: World Bank Group

Макроэкономикалық тұрғыдан алғанда, Өзбекстан тұрақты экономикалық өсімді және мемлекеттік қарыздың қалыпты деңгейін көрсетуде. Номиналды ЖІӨ-нің өсуі уақыт өте келе ішкі капитал нарығының дамуын қолдай алатын неғұрлым кең экономикалық базаны қалыптастырады. Сонымен қатар, капитал нарығының ауқымы экономика көлемімен салыстырғанда әзірге шектеулі болып қалып отыр. Жергілікті листингтік компаниялардың ЖІӨ-ге қатысты капитализациясы халықаралық өлшемдер бойынша төмен деңгейде қалып отыр, бұл нарықтың дамуының бастапқы кезеңін және еркін айналыстағы акциялар көлемінің шектеулі екенін көрсетеді.



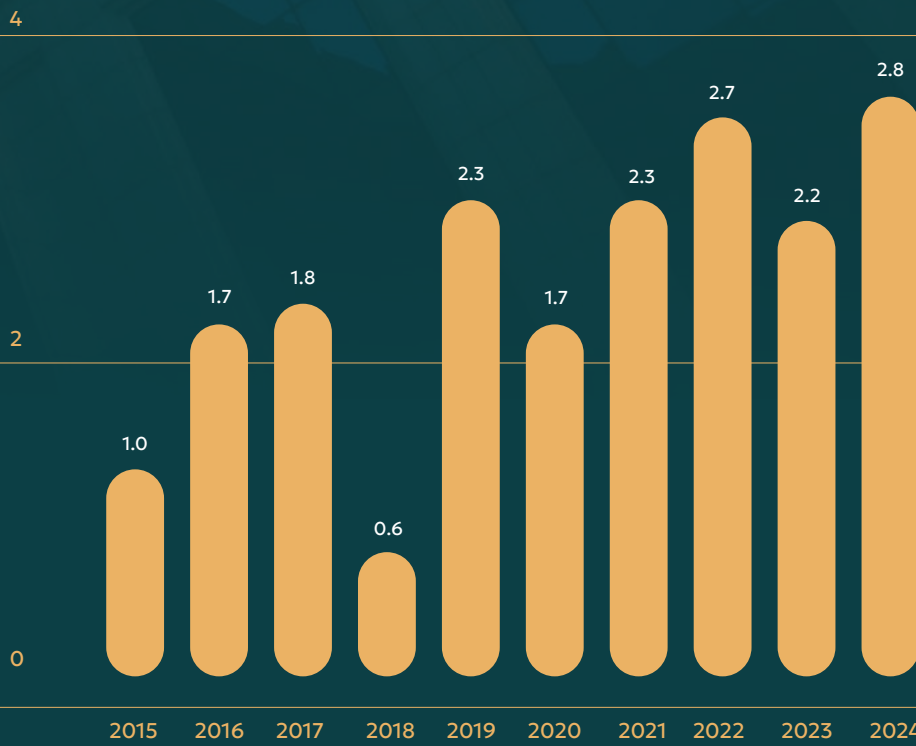
Сурет 42

Дереккөз: World Bank Group

Соңғы жылдары жүргізілген инвестициялық және экономикалық реформалар Өзбекстанның бизнес-климатын жақсартуға және шетелдік инвесторлар тарапынан қызығушылықтың артуына ықпал етті. 2017 жылы либерализация шаралары іске қосылғаннан кейін, соның ішінде мемлекеттік кәсіпорындардың бір бөлігін жекешелендіру аясында, тікелей шетелдік инвестициялар (ТШИ) ағыны COVID-19³⁵ пандемиясы сияқты сыртқы күйзелістерге қарамастан өсуін жалғастырды. 2022–2026 жылдарға арналған даму стратегиясы мен «Өзбекстан–2030» стратегиясын қоса алғанда, ұлттық даму стратегиялары ТШИ-ді экономикалық өсімнің, жұмыс орындарын құрудың және салалық әртараптандырудың негізгі драйвері ретінде тікелей айқындайды.

ТШИ ағыны, млрд АҚШ доллары. АҚШ доллары

Тікелей шетелдік инвестициялардың (ТШИ) таза ағыны, төлем балансы, ағымдағы бағадағы АҚШ долл.



³⁵ Roadmap for Sustainable Investment Policy Reforms in Uzbekistan – OECD, 2025

4. ӨҢІРЛІК ШОЛУ:
ӨЗБЕКСТАН, ҚЫРҒЫЗСТАН, ӘЗЕРБАЙЖАН

4.11



Шетелдік инвестициялардың жалпы көлемі ұқсас елдермен салыстырғанда төмен болып отыр, бұл Өзбекстанның капиталды тереңдету процесінің әлі де бастапқы кезеңінде екенін көрсетеді. ТШИ негізінен бастапқы даму кезеңіндегі (greenfield) жобаларда және капитал сыйымдылығы жоғары секторларда шоғырланған, ең алдымен өңдеуші өнеркәсіпте, энергетикада және өндіруші салаларда, бұл елдің ресурстық базасын көрсетеді. Қытай мен Ресей инвесторлары тікелей шетелдік инвестициялар ағынының құрылымында елеулі орын алады.³⁵

Капитал нарығы тұрғысынан алғанда, ТШИ-дің мұндай құрылымы инвестициялар өсімінің әзірге ішкі капитал нарықтарының тереңдеуіне шектеулі деңгейде ғана ықпал етіп отырғанын түсіндіреді. Инвестициялық белсенділік едәуір дәрежеде жобалық сипатта қалып, мемлекеттің қатысуымен байланысты болып отыр. 2023 жылы жалпы негізгі капиталдың жинақталу деңгейі ЖІӨ-нің 32,2% пайызына жеткен жоғары көрсеткішке қарамастан, инвестициялардың елеулі бөлігі материалдық активтерге бағытталып, капитал нарығы арқылы қаржыландыру тарту тетіктерінен тыс жүзеге асырылуда.³⁵

Институционалдық деңгейде капитал нарығын қадағалау Перспективалы жобалар жөніндегі ұлттық агенттікте (НАПП) шоғырландырылды, бұл неғұрлым айқын басқару мен реттеу жүйесіне көшу жолындағы маңызды қадам болды. Өзбекстанда капитал нарығы инфрақұрылымын жаңғырту жалғасуда. Реттеушілік sandbox-ты іске қосудың қатарында, пост-трейдинг жүйесін реформалау орталықтандырылған клирингті дамытуды және орталық контрагент

құру мүмкіндігін қарастырады.³⁶ Бұл реформалар әзірге бастапқы кезеңде жүзеге асырылуда және нарық инфрақұрылымын халықаралық стандарттарға одан әрі сәйкестендіру үшін негіз қалыптастыруда.

Соңғы жылдары цифрлық инвестициялық инфрақұрылым айтарлықтай жақсарды. Жетекші банктер мен брокерлік компаниялар енді қашықтан сәйкестендіру қызметтерін, нарықтарға нақты уақыт режимінде қол жеткізуді және мобильді сауда жасау мүмкіндіктерін ұсынады, ал жаңа бөлшек инвесторлардың басым бөлігі нарыққа дәстүрлі офлайн-делдалдар арқылы емес, цифрлық арналар арқылы шығуда.³⁷

Технологиялық даму бөлшек инвесторлардың қатысуын абсолюттік мәнде арттыруға көмектесті. Алайда қазіргі динамика бөлшек инвесторлар белсенділігінің негізінен акцияларға емес, тіркелген кірісі бар құралдарға шоғырланғанын көрсетеді. Бұл үрдіс еркін айналыстағы акциялардың шектеулі көлемі, қайталама нарықтағы төмен өтімділік және инвесторлардың болжамды ақша ағыны бар құбылмалылығы төмен құралдарды таңдауы сияқты факторлардың үйлесімін көрсетеді.

Цифрландыру капитал нарығына қолжетімділікті айтарлықтай кеңейтті, алайда оның акциялар сегментінің тереңдігі мен өтімділігіне әсері әзірге шектеулі болып қалып отыр. Технологиялар нарыққа кіру кедергілерін төмендетті, алайда қолжетімді құралдардың құрылымы мен жекелеген бағалы қағаздардың өтімділігі бөлшек инвесторлардың капиталды бөлуіне әлі де ықпал етуді жалғастыруда

³⁵ Roadmap for Sustainable Investment Policy Reforms in Uzbekistan – OECD, 2025

³⁶ Subject matter expert, AIFC analysis

³⁷ Retail Investors Drive Growth in Uzbekistan’s Debt Market Amid Stock Market Decline - Kursiv Uzbekistan, 2025

4. ӨҢІРЛІК ШОЛУ:
ӨЗБЕКСТАН, ҚЫРҒЫЗСТАН, ӘЗЕРБАЙЖАН

КАПИТАЛ НАРЫҒЫНЫҢ ҚҰРЫЛЫМЫ МЕН ИНФРАҚҰРЫЛЫМЫ

4.1.2

Нарықтық белсенділік екі негізгі алаңда ұйымдастырылған: акциялар мен корпоративтік облигациялар айналыста болатын «Тошкент» республикалық қор биржасы (UZSE) және мемлекеттік бағалы қағаздармен операциялар жүргізілетін Өзбек республикалық валюта биржасы (UZCE). Мұндай функционалдық бөлініс екі нарықтың да қатар дамуына мүмкіндік берді, алайда сонымен бірге ішкі нарықтың, әсіресе борыштық құралдар сегментіндегі архитектурасының бытыраңқылығына алып келді.

Капитал нарығын реттеу және қадағалау Өзбекстан Республикасының Перспективалы жобалар жөніндегі ұлттық агенттігінде (НАПП) шоғырландырылған, ол бағалы қағаздар нарығын реттеу, лицензиялау және нарықты дамыту жөніндегі уәкілетті орган ретінде әрекет етеді.³⁸ Мұндай шоғырландыру бұрын әртүрлі құрылымдар арасында бөлінген қадағалау функцияларын біріктіріп, реттеушілік айқындық пен жүйелілікті арттыру жолындағы маңызды қадам болды. Сонымен қатар, жаңа қаржылық өнімдер мен нарықтық шешімдерді бақыланатын ортада сынақтан өткізу үшін реттеушілік sandbox режимі енгізілді, бұл капитал нарығын одан әрі жаңғыртуды қолдайды.

Өзбекстанның пост-трейдингтік инфрақұрылымы дамудың аралық кезеңінде тұр. Қазіргі уақытта корпоративтік бағалы қағаздар бойынша сауда, клиринг және есеп айырысулар бірыңғай интеграцияланған технологиялық платформа арқылы жүзеге асырылады. Мұндай жүйе нарықтың базалық операциялық тұрақтылығын қамтамасыз етті, алайда оның технологиялық архитектурасы одан әрі дамудың икемділігін шектейді. Осыған байланысты пост-трейдингтік инфрақұрылымды жаңғырту жоспарлары орталық контрагент құру жөніндегі ұзақ мерзімді мақсатты қамтиды.³⁹

Инвесторлардың нарыққа қолжетімділігі цифрландырудың арқасында айтарлықтай жақсарды. Ішкі нарықта 50-ден астам лицензияланған брокерлік компания жұмыс істейді, дегенмен олардың көпшілігі негізінен белсенді саудаға емес, кастодиандық және әкімшілік қызметтер көрсетуге маманданған. Іс жүзінде нарыққа қолжетімділік барған сайын ірі банктермен интеграцияланған цифрлық брокерлік платформалар, сондай-ақ бірыңғай онлайн-сауда интерфейсі арқылы жүзеге асырылуда.³⁸ Акциялар, мемлекеттік және корпоративтік облигациялар ішкі нарықтағы белсенділіктің негізін құрайды. Туынды қаржы құралдары жалпы заңнама деңгейінде

танылғанымен, оларды іс жүзінде енгізу үшін қажетті реттеушілік және операциялық база әлі де жеткіліксіз. Құрылымдық өнімдер қолданыстағы құқықтық базада қарастырылмаған, сондықтан нарықта жоқ.

Токенизацияланған бағалы қағаздар, ипотекалық бағалы қағаздар, шетел валютасында номинирленген бағалы қағаздар, сондай-ақ ұзақ мерзімді перспективада сукук, ESG-құралдар және биржалық инвестициялық қорлар сияқты бірқатар талқыланып жатқан бастамалар күн тәртібінің кеңейіп келе жатқанын көрсетеді, алайда оларды іске асыру инфрақұрылымдық және құқықтық дайындықтағы әрі нарықтың дайындығындағы одан арғы ілгерілеуге тәуелді.

Жалпы алғанда, Өзбекстанның капитал нарығының құрылымы бағалы қағаздар саудасы мен эмиссиясы үшін функционалдық негіз қалыптастырады, бұған цифрлық қолжетімділікті жақсарту және реттеуді дамыту жөніндегі шаралар ықпал етуде. Сауда алаңдары арасындағы одан арғы үйлестіру, пост-трейдингтік инфрақұрылымды жаңғырту және өнімдер желісін кеңейту нарықтың неғұрлым ірі көлемдерге, күрделірек құралдарға және инвесторлардың кеңірек қатысуына қызмет көрсету қабілетін күшейте алады.

³⁸ Subject matter expert, AIFC analysis

³⁹ Subject matter expert, AIFC analysis

4. ӨҢІРЛІК ШОЛУ:
ӨЗБЕКСТАН, ҚЫРҒЫЗСТАН, ӘЗЕРБАЙЖАН

АКЦИЯЛАР
НАРЫҒЫНА ШОЛУ

4.1.3

Өзбекстанның акциялар нарығы кезең-кезеңімен даму сатысында тұр, бұл ретте бөлшек инвесторлардың қатысуын кеңейтуге және жекешелендіру үдерістерін қолдауға назар күшейіп келеді. Сегменттің одан арғы дамуы өтімділіктің өсуіне, эмитенттер базасының кеңеюіне және нарық сыйымдылығының артуына байланысты болады.

Акциялар нарығының күн тәртібін айқындайтын негізгі бастамалардың бірі – бөлшек инвесторлардың акцияларға иелік етуін кеңейтуге және мемлекеттік кәсіпорындардың бір бөлігін кезең-кезеңімен жария айналымға шығаруға бағытталған «Халықтық IPO» бастамасын қоса алғанда, мемлекеттік жекешелендіру бағдарламасы болып табылады. 2023 жылы өткен UzAuto Motors («ӨзАвто») IPO-сы жоспарланған 5% пайыз орнына акциялардың 0,29% пайызын ғана сатып, күтілген 90 млн АҚШ долларының орнына 5 млн АҚШ долларын тартқанына қарамастан, ол бүгінгі күнге дейін елдегі ең ірі IPO болып қалып отыр, бұл нарықтың дамуының бастапқы кезеңде екенін көрсетеді.⁴⁰ Орналастыру алғашқы ірі прецедент ретінде символдық маңызын сақтап отыр. Бұл сондай-ақ жекешелендіру жоспарларын нарықтың ірі ұсыныстарды қабылдау жөніндегі қазіргі мүмкіндіктерімен одан әрі үйлестіру қажеттілігін көрсетті.

Жалпы алғанда, акциялар нарығындағы белсенділік көбінесе еркін айналыстағы акциялардың шектеулі үлесімен, белсенді саудаланатын эмитенттердің аз санымен және қайталама нарық өтімділігінің қалыптасу кезеңінде болуымен айқындалады. Акциялар нарығының жалпы капитализациясы шамамен 22 млрд АҚШ долларына бағаланады, алайда еркін айналыстағы акциялардың көлемі небәрі шамамен 350 млн АҚШ доллары көлеміндегі жиынтық сауда құнымен қамтамасыз етілді АҚШ долларын құрайды.Бұл өтімділік тереңдігіне, баға белгілеу үдерісіне және институционалдық инвесторлардың неғұрлым кең қатысу мүмкіндіктеріне әсер етеді.⁴¹

Соңғы үрдістер бөлшек инвесторлардың акциялармен қатар борыштық құралдарды да барған сайын жиі таңдайтынын көрсетеді. Бұл тәуекелге неғұрлым теңгерімді көзқарасты, инвестициялауға арналған өтімді акциялардың шектеулі таңдауын және облигациялар сегментіндегі неғұрлым болжамды табыстылықты көрсетеді. Мұндай динамика акциялар нарығының одан әрі дамуы тек бөлшек шоттар санының өсуіне ғана емес, сонымен қатар сапалы құралдар ұсынысының кеңеюіне, өтімділіктің артуына және инвесторлардың қайталама нарыққа деген сенімінің нығаюына тәуелді болатынын көрсетеді.

2025 жылғы негізгі құрылымдық өзгерістердің бірі — қазіргі уақытта портфеліне 18 мемлекеттік кәсіпорын кіретін Өзбекстанның Ұлттық инвестициялық қорының (UzNIF) басқарушы компаниясы ретінде Franklin Templeton-ның тағайындалуы болды. Бұл шешім акциялар нарығы үшін стратегиялық маңызға ие, өйткені ол корпоративтік басқару реформасын капитал нарығын дамыту мақсаттарымен байланыстырады.

Борыштық құралдар нарығы инвесторлар үшін акциялар нарығына қарағанда тартымдырақ, соның салдарынан акциялар нарығы қаржыландыру көзі ретіндегі рөлі бойынша борыштық құралдар нарықтарына жол береді. Нәтижесінде, қолға алынған бастамаларға қарамастан, акциялар нарығының жалпы тереңдігі әлі де бастапқы деңгейде қалып отыр.

Осыны ескере отырып, акциялар нарығының одан әрі дамуы неғұрлым тұрақты нарықтық негіздің қалыптасуына байланысты болады. Басым бағыттардың қатарына еркін айналыстағы акциялар үлесін ұлғайту, есептілік пен корпоративтік басқару стандарттарын жетілдіру, инвестициялауға қолжетімді эмитенттер базасын кеңейту және қайталама нарық өтімділігін біртіндеп нығайту жатады.

⁴⁰ Uzbekistan holds its first IPO in three years. How it was?

⁴¹ Subject matter expert, AIFC analysis

⁴² Franklin Templeton launches the National Investment Fund of the Republic of Uzbekistan – UzNIF, 2025

4. ӨҢІРЛІК ШОЛУ:
ӨЗБЕКСТАН, ҚЫРҒЫЗСТАН, ӘЗЕРБАЙЖАН

БОРЫШТЫҚ
НАРЫҚҚА ШОЛУ

4.1.4

Акциялар нарығымен салыстырғанда, Өзбекстанның борыштық сегменті ішкі капитал нарығының неғұрлым белсенді әрі функционалдық тұрғыдан дамыған бағыты болып табылады. Мемлекеттік және квазимемлекеттік борыштық құралдардың дамуы ішкі нарықтағы мемлекеттік бағалы қағаздардың тұрақты аукциондарымен, сондай-ақ халықаралық нарықтарда егемендік еурооблигацияларды орналастыру арқылы қолдау табуда. Бұл мемлекеттің қаржыландыруға деген қажеттіліктерін де, сондай-ақ капитал қалыптастырудағы қор нарығының рөлін тежейтін қолданыстағы құрылымдық шектеулерді де көрсетеді.⁴³

2025 жылы үкімет бюджет тапшылығын қаржыландыру және, соның ішінде ипотекалық кредиттеуді қамтитын, мақсатты экономикалық бағдарламаларды қолдау үшін 1,5 млрд АҚШ доллары көлемінде егеменді еурооблигацияларды сәтті орналастырды. Бұл шығарылым егеменді еурооблигациялар мен мемлекеттік кәсіпорындар облигацияларының алдыңғы транштарынан кейін жүзеге асырылып, үкіметтің қаржыландыру көздерін әртараптандыру стратегиясын айқындай түсті. 2024 жылдың соңында жалпы мемлекеттік және мемлекет кепілдік берген борыш ЖІӨ-нің шамамен 32,6%-ын, ал сыртқы мемлекеттік борыш ЖІӨ-нің шамамен 30,0%-ын құрады. Ішкі нарықта мемлекеттік облигациялар сегменті тұрақты шығарылымдар мен ұлттық валютадағы кірістілік қисығының біртіндеп ұзаруы есебінен кеңейіп

келеді. Мемлекеттік бағалы қағаздар Өзбекстан Республикалық валюта биржасында орналастырылып, айналысқа түседі, ал корпоративтік облигациялар «Ташкент» қор биржасында листингтен өтеді. Бұл ішкі облигациялар нарығының құрылымдық тұрғыдан сегменттелуіне ықпал етеді. Дегенмен, ішкі борыш әлі де жалпы мемлекеттік борыштың салыстырмалы түрде шағын үлесін құрайды, бұл ішкі борыштық құралдар нарығының бастапқы даму кезеңінде екенін және сыртқы қаржыландыру көздерінің әлі де басымдығын көрсетеді.⁴⁴

Бөлшек инвесторлардың қатысуы ішкі борыштық нарықтың өсуінде барған сайын маңызды рөл атқаруда. Бөлшек инвесторлар мен банктер мемлекеттік және банктік облигацияларға деген сұраныстың өсіп келе жатқан үлесін қалыптастыруда, бұл тәуекелге қатысты артықшылықтардың үйлесімін, акциялар нарығындағы баламалардың шектеулі таңдауын және банктермен байланысты брокерлік платформалар мен мобильді инвестициялық арналар арқылы цифрлық қолжетімділіктің жақсаруын көрсетеді. Мұндай динамика борыштық сегменттің белсенділігі мен тұрақтылығын қолдай отырып, тұрақты табысы бар құралдардың әзірге инвесторлар қызығушылығының негізгі бөлігін тартып отырғанын көрсетеді.

Соңғы мемлекеттік және реттеуші бастамалар ішкі борыштық құралдар нарығын одан әрі дамытуға, әсіресе қайталама нарықтағы белсенділік пен өтімділікті арттыруға бағытталған.

2025 жылы бекітілген мемлекеттік бағдарлама қысқа мерзімді құралдар шығарылымын ұлғайту және 2025 жылғы қыркүйекте енгізіле бастаған мемлекеттік борыш статистикасы бойынша кеңейтілген есептілік (PSDS — Public Sector Debt Statistics) арқылы ашықтықты арттыру есебінен мемлекеттік қазынашылық облигациялардың қайталама нарығын нығайтуды көздейді. Бұл шаралар өтімділікті арттыруға, нарықтық бағдарлардың қалыптасуын жақсартуға және инвесторлардың сенімін нығайтуға, сондай-ақ неғұрлым толыққанды ішкі кірістілік қисығын дамытуға бағытталған.

Корпоративтік облигациялар шығарылымдарының ауқымы әлі де шектеулі болып қалуда, алайда эмитенттер құрамы біртіндеп кеңейіп келеді Соңғы уақытқа дейін бұл сегменттегі белсенділік негізінен банктік эмитенттермен ұсынылып келді. 2025 жылы «Навои тау-кен металлургия комбинаты» АҚ (НТКМК) корпоративтік облигациялардың дебюттік шығарылымымен нарыққа шығып, қаржылық емес корпоративтік сегмент үшін маңызды прецедент қалыптастырды. «Алмалық тау-кен металлургия комбинаты» АҚ (Алмалық ТКМК, АТКМК) өзінің алғашқы облигациялар шығару бағдарламасын дайындауда, ал жекешелендіру процестерімен байланысты басқа эмитенттер де қаржыландырудың нарықтық көздерін қарастыруда. АТКМК және НТКМК сияқты ірі мемлекеттік кәсіпорындардың жоспарланып отырған дебюттік еурооблигация орналастырулары елеулі қаражат

тартуға және халықаралық кредиттік бенчмарктер қалыптастыруға мүмкіндік береді деп күтілуде, бұл уақыт өте келе ішкі нарықтағы корпоративтік облигациялардың баға белгіленуін қолдап, инвесторлар сенімін күшейтуі мүмкін.⁴⁵

Жалпы алғанда, бұл үрдістер борыштық құралдар нарығын Өзбекстан капитал нарығының ең белсенді және функционалдық тұрғыдан дамыған сегментіне айналдырып отыр. Сонымен қатар, шығарылымдардың негізгі бөлігі әлі де мемлекеттік және квазимемлекеттік эмитенттердің үлесіне тиесілі болып отыр, ал қайталама нарық өтімділікті одан әрі дамыту және құралдарды әртараптандыру кезеңінде қалып отыр. Соңғы реформалар мен шығарылымдар көлемінің өсуі борыштық сегменттің мемлекетті және ірі эмитенттерді қаржыландырудағы рөлін нығайтты. Сонымен қатар, нарықтың қазіргі құрылымы борыштық құралдар сегменті мен әлі де дамудың неғұрлым бастапқы кезеңінде тұрған акциялар нарығы арасындағы даму теңгерімсіздігін көрсетеді.

⁴³ Subject matter expert, AIFC analysis

⁴⁴ Roadmap for Sustainable Investment Policy Reforms in Uzbekistan – OECD, 2025

⁴⁵ Subject matter expert, AIFC analysis

4. ӨҢІРЛІК ШОЛУ:
ӨЗБЕКСТАН, ҚЫРҒЫЗСТАН, ӘЗЕРБАЙЖАННАРЫҚТЫҢ ШЕКТЕУЛЕРІ
ЖӘНЕ ДАМУ
ТРАЕКТОРИЯСЫ

4.1.5

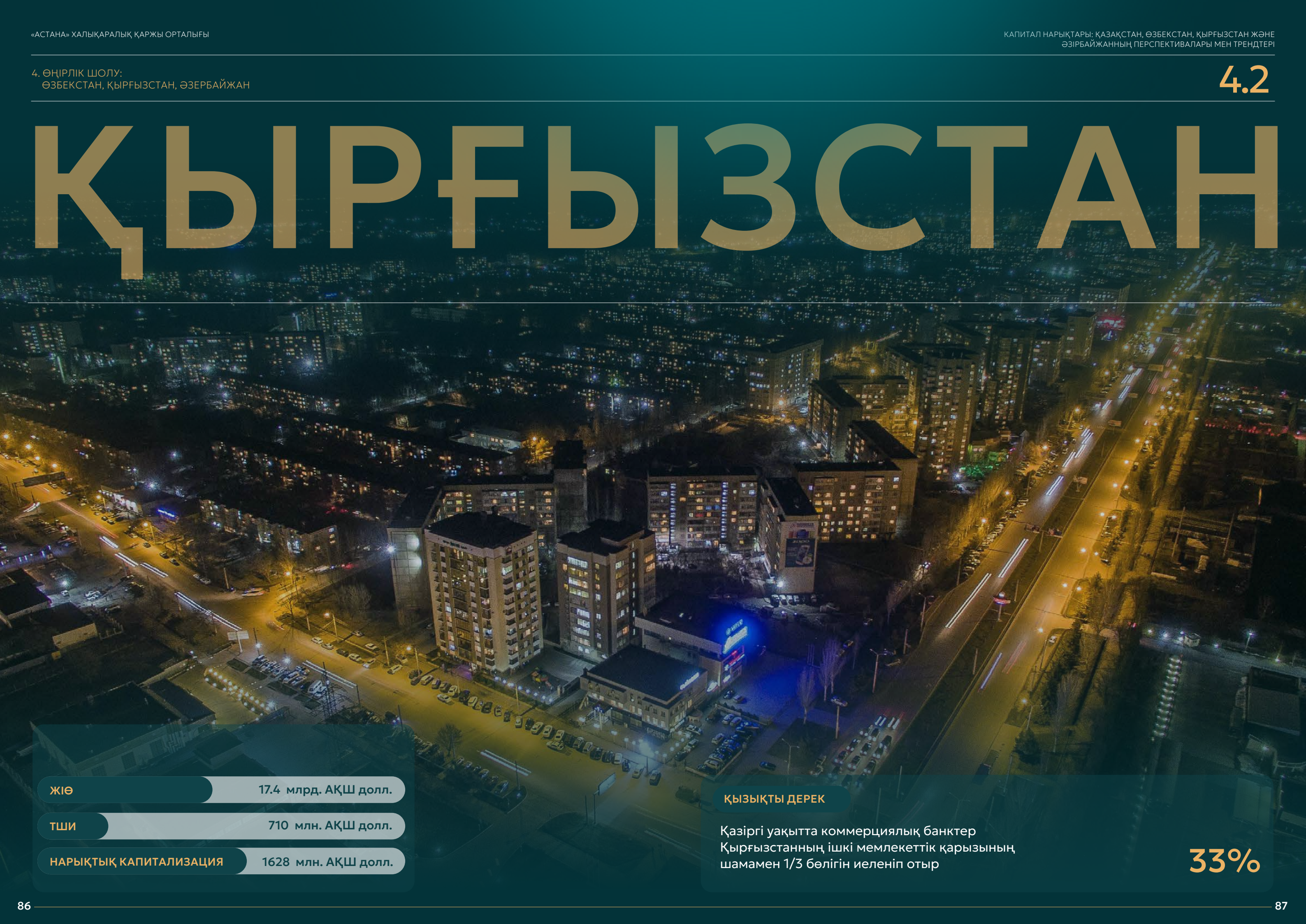
Басты шектеуші фактор ретеп, әсіресе қайталама нарықтағы өтімділік (ликвидтілік) қалып отыр. Бағалы қағаздар шығарылымының, ең алдымен борыштық құралдар сегментіндегі өсуіне қарамастан, қайталама сауда-саттық айналымы әлі де шектеулі. Жоғарырақ өтімділік баға белгілеу сапасын арттырып, алғашқы орналастырудан кейін инвесторлардың нарықтан шығуы мен капиталды қайта бөлу алаңы ретіндегі биржаның рөлін күшейте алар еді. Нарықтың дамуына инвесторлар базасының құрылымы да ықпал етеді. Банктер борыштық құралдар, әсіресе мемлекеттік бағалы қағаздар сегментінде елеулі үлесті иеленеді, ал инвестициялық қорлар мен зейнетақы қорын қоса алғанда, институционалды инвесторлардың корпоративтік бағалы қағаздар айналымына қатысуы әлі де шектеулі.

Акциялар нарығында белсенділіктің басым бөлігі бөлшек инвесторларға тиесілі, дегенмен тұрақты түрде белсенді қатысушылар саны жалпы шоттар санымен салыстырғанда салыстырмалы түрде аз. Корпоративтік және мемлекеттік сегменттердің әртүрлі сауда алаңдары мен технологиялық жүйелерге бөлінуі қосымша фактор болып табылады. Бұл құрылым екі бағыттың да біртіндеп дамуын қолдағанымен, анағұрлым тығыз үйлестіру нарықтың операциялық байланысын арттырып, бірыңғай кірістілік бағдарларын қалыптастыруды жақсартуға және сегменттердің бірін-бірі толықтыруын күшейтуге мүмкіндік берер еді.

Халықаралық нарықтарда суверенді облигациялар мен мемлекеттік қатысуы бар компаниялар облигацияларын орналастыру тәжірибесінің кеңеюі Өзбекстан капитал нарығы дамуының өту кезеңін көрсетеді. Сыртқы нарықтарға шығу ауқымды орналастырулар жүргізуге, баға белгілеу бағдарларын қалыптастыруға және инвесторлардың кең базасына қол жеткізуге мүмкіндік береді, ал ішкі нарықтың одан әрі дамуы өтімділікті нығайтуға, қатысушылар базасы мен инфрақұрылымды кеңейтуге байланысты болады.

Реформалардың қазіргі логикасы капитал нарығын дамытудағы жүйелі тәсілді айқындайды. Корпоративтік басқаруды нығайту, еркін айналымдағы акциялар үлесін біртіндеп арттыру, ашықтық пен есептілік сапасын көтеру, сондай-ақ ішкі және шетелдік инвесторлар арасында сенімді қалыптастыру басым бағыттар болып қала береді. Ұлттық инвестициялық қорды басқару үшін халықаралық активтерді басқарушыны тағайындау және мемлекеттік облигациялардың қайталама нарығын дамыту жөніндегі шаралар нарықты институционалдық тұрғыдан нығайтудың басымдығын көрсетеді.

ҚЫРҒЫЗСТАН



ЖІӨ 17.4 млрд. АҚШ долл.

ТШИ 710 млн. АҚШ долл.

НАРЫҚТЫҚ КАПИТАЛИЗАЦИЯ 1628 млн. АҚШ долл.

ҚЫЗЫҚТЫ ДЕРЕК

Қазіргі уақытта коммерциялық банктер
Қырғызстанның ішкі мемлекеттік қарызының
шамамен 1/3 бөлігін иеленіп отыр

33%

4. ӨҢІРЛІК ШОЛУ:
ӨЗБЕКСТАН, ҚЫРҒЫЗСТАН, ӘЗЕРБАЙЖАН

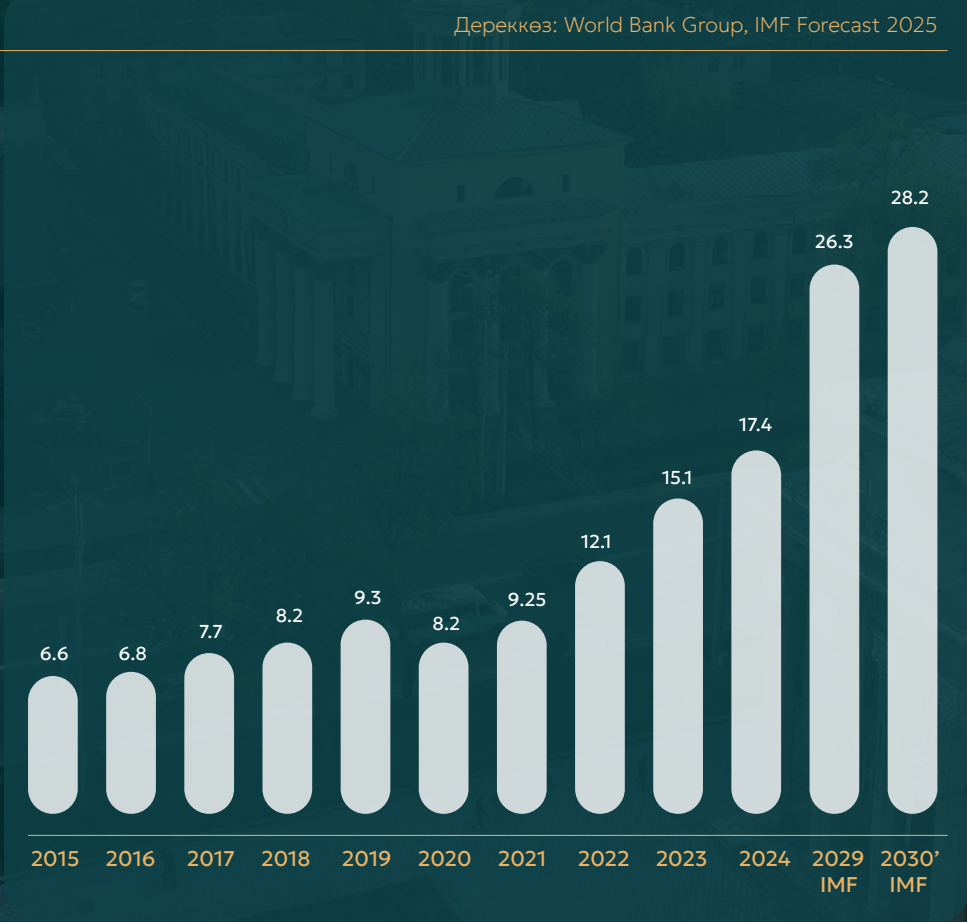
МАКРОЭКОНОМИКАЛЫҚ ШОЛУ

4.21

Сурет 43

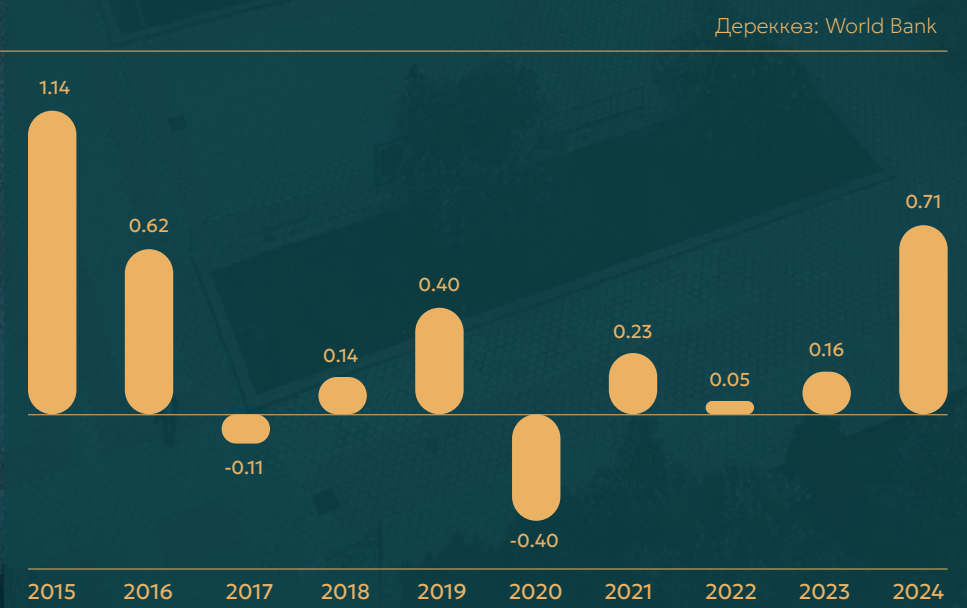
Қырғызстанның ЖІӨ-сі, тарихи деректер мен болжам, млрд АҚШ доллары

Қырғызстанның капитал нарықтары ашық экономика, салыстырмалы түрде шоғырланған өндірістік база, тұрақты трансшекаралық экономикалық байланыстар және ішкі қаржыландырудың негізгі көзі болып қала беретін банк секторы жағдайында жұмыс істейді. Елдің номиналды ЖІӨ-сі өңірлік ауқыммен салыстырғанда салыстырмалы түрде шағын болып қалып отыр, бұл ішкі капитал нарығының әлеуетті көлемін айқындайды. Сонымен қатар экономика өсуді жалғастыруда және болжамдарға сәйкес, номиналды ЖІӨ 2030 жылға қарай 28,2 млрд АҚШ долларына жетуі мүмкін.



Сурет 44

Тікелей шетелдік инвестициялар (ТШИ) ағыны



ТШИ Қырғызстан экономикасында маңызды рөл атқарады, алайда олардың динамикасы елеулі құбылмалылыққа бейім болып қала береді және секторлардың шектеулі санына шоғырланған. ТШИ-дің таза ағыны жыл сайын айтарлықтай өзгеріп отырады және абсолюттік мәнде қалыпты деңгейде сақталуда, бұл тәуекелдерді қабылдауды, инвесторлар шеңберінің шектеулілігін және ірі жекешелендіру мәмілелерінің салыстырмалы түрде шағын ауқымын көрсетеді. Инвестициялар негізінен тау-кен өндіру секторына, гидроэнергетикаға және жекелеген инфрақұрылымдық активтерге бағытталады, ал олардың ішкі капитал нарықтары мен портфельдік инвестициялар арналарының дамуына ықпалы әзірге шектеулі болып отыр.⁴⁶

Капитал нарықтары тұрғысынан алғанда, Қырғызстан экономикалық қызметті қаржыландыруда банк секторы жетекші рөл атқаратын экономика болып қалып отыр, ал жария нарықтар әзірге неғұрлым

шектеулі орын алады. Листингтегі отандық компаниялардың нарықтық капитализациясы ЖІӨ-ге қатысты төмен деңгейде қалып отыр және тарихи тұрғыдан бір таңбалы мәндер деңгейінде сақталуда, бұл акциялар нарығының капитал қалыптастырудағы шектеулі рөлін айқындайды.

Қырғызстанның капитал нарығына байланысты цифрлық инфрақұрылымы әзірге қалыптасу кезеңінде тұр.⁴⁷ Инвестициялық өнімдердің қолжетімділігінің шектеулілігі мен қайталама нарық өтімділігінің төмендігіне байланысты бөлшек инвесторлардың қатысуы шектеулі болып қалуда. Қазіргі кезеңде цифрлық шешімдер нарықты тереңдетудің дербес факторы ретінде әлі әрекет етпейді, ал жекелеген юрисдикцияларда цифрлық арналар капитал нарығының инфрақұрылымына анағұрлым белсенді түрде интеграцияланған.

⁴⁶ O25 Investment Climate Statements: Kyrgyz Republic – U.S Department of State, 2025

⁴⁷ Overview of Fintech Development in Central Asia – KPMG, 2020

4. ӨҢІРЛІК ШОЛУ:
ӨЗБЕКСТАН, ҚЫРҒЫЗСТАН, ӨЗЕРБАЙЖАН

КАПИТАЛ НАРЫҒЫНЫҢ ҚҰРЫЛЫМЫ МЕН ИНФРАҚҰРЫЛЫМЫ

4.2.2

Қырғызстанның капитал нарығының құрылымы үш онжылдық бойы біртіндеп дамып, жекешелендіруге бағдарланған бағалы қағаздар нарығынан қазіргі уақытта институционалдық тұрақтылық пен технологиялық жаңғыртуға ұмтылатын жүйеге көшу ықпалымен қалыптасты.

Елдің алғашқы ұйымдастырылған биржасы Қырғыз қор биржасы (ҚҚБ) болды. Ол 1994 жылы құрылды; алғашқы биржалық сауда-саттық 1995 жылғы мамырда мемлекеттік жекешелендіру бағдарламасының бастапқы кезеңі аясында өтті. 2000 жылы ҚҚБ акционерлік қоғам болып қайта құрылды. Бүгінгі күнге дейін биржа елдегі бағалы қағаздармен операциялар жүргізуге арналған негізгі сауда алаңы болып қалып отыр: 2025 жылғы қыркүйектегі жағдай бойынша онда жиынтық нарықтық капитализациясы шамамен 2,6 млрд АҚШ долларын құрайтын 23 эмитенттің акциялары айналыста жүр⁴⁸.

Екінші биржа — «БТС» Қырғызстан қор биржасы (БТС) — 1999 жылы жергілікті брокерлер мен дилерлер тарапынан тәуелсіз сауда жүйесі ретінде құрылды. 2011 жылы БТС пен ҚҚБ бағалы қағаздармен барлық сауданы ҚҚБ платформасында шоғырландыру туралы келісімге қол қойғанына қарамастан, БТС өз қызметін мезгіл-мезгіл қайта жандандырып отырды. 2022 жылғы шілдеден бастап биржа қызметін институционалдық акционерлердің, соның ішінде Ұлттық банктің тіркеушісі мен «Ош тауар-қор биржасы» ЖШС-ның, сондай-ақ 15 брокерлік компанияның қолдауымен қосымша серпін алды. Осы кезеңде БТС алаңында бірқатар маңызды мәмілелер жүзеге асырылды. Олардың қатарында әрқайсысының көлемі 5 млрд сом болатын Мемлекеттік даму банкінің екі бағалы қағаздар орналастыруы болды, бұл шамамен 57,2 млн АҚШ долларына тең, сондай-ақ «Электр станциялары» ААҚ акцияларын 5,4 млрд сомға немесе шамамен 61,9 млн АҚШ доллары көлеміндегі жиынтық сауда құнымен қамтамасыз етілді. Деректерге сәйкес, БТС белсенділігі ірі орналастырулардың шектеулі саны төңірегінде шоғырланған, ал ҚҚБ іс жүзінде неғұрлым тұрақты жұмыс істейтін сауда алаңы болып қала берді.

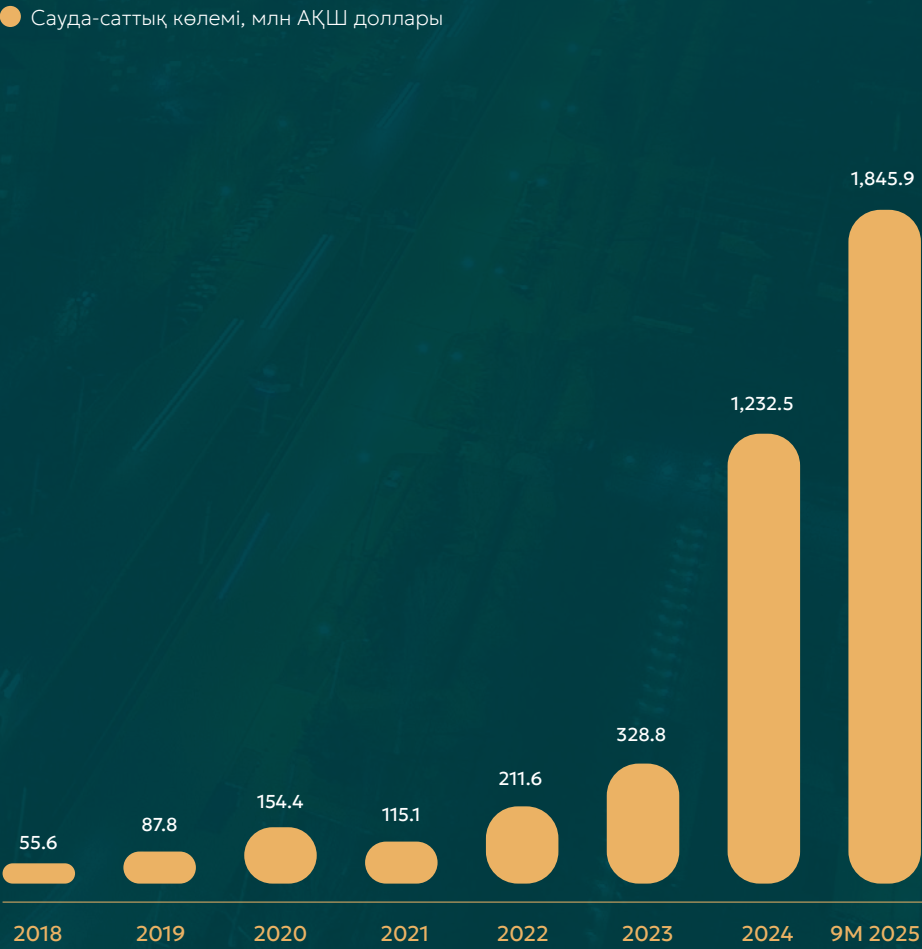
Қырғызстанның нарықтық және пост-трейдингтік инфрақұрылымы өңірлік өлшемдер бойынша әлі де одан әрі даму кезеңінде қалып отыр. Сауда-саттық биржада жүзеге асырылады, ал құқықтарды есепке алу, бағалы қағаздарды сақтау және есеп айырысу функцияларын Орталық депозитарий қамтамасыз етеді. Сонымен қатар, елде әзірге орталық контрагент жоқ, ал жекелеген есеп айырысу процестері ішінара автоматтандырылған күйінде қалып отыр. Бұл инфрақұрылымның ауқымдылығын және оның сауда көлемдерінің неғұрлым жоғары деңгейіне қызмет көрсетуге, сондай-ақ институционалдық инвесторлардың қатысуын кеңейтуге дайындығын шектейді. 2025 жылғы сұхбатта ҚҚБ басшылығы биржа сауда инфрақұрылымын жаңғырту бойынша жұмыс жүргізіп жатқанын да атап өтті⁵⁰.

Сурет 45

Сауда көлемі, млн АҚШ доллары

Инфрақұрылымдық шектеулерге қарамастан, 2024–2025 жылдар нарықтық белсенділіктің елеулі жеделдеуімен және реформалармен ерекшеленді. 2025 жылғы маусым айының басына қарай ҚҚБ-дағы сауда көлемі 50,14 млрд сомға (~573,9 млн АҚШ доллары) жетіп, 2023 жылдың⁵¹ қорытындысы бойынша тіркелген 28,88 млрд сом (~328,7 млн АҚШ доллары) көрсеткішінен асып түсті. Нарық өсімі бұрынғыдай негізінен бастапқы нарық есебінен қалыптасты: 48,03 млрд сом (~550 млн АҚШ доллары) жаңа орналастыруларға тиесілі болса, қайталама сауда көлемі 2,11 млрд сомды (~24,2 млн АҚШ доллары) ғана құрады, бұл өтімділіктің әлі де төмен деңгейде сақталып отырғанын көрсетеді.

Дереккөз:Kyrgyz Stock Exchange



⁴⁸ Kyrgyzstan – Asia Frontier Capital, 2025

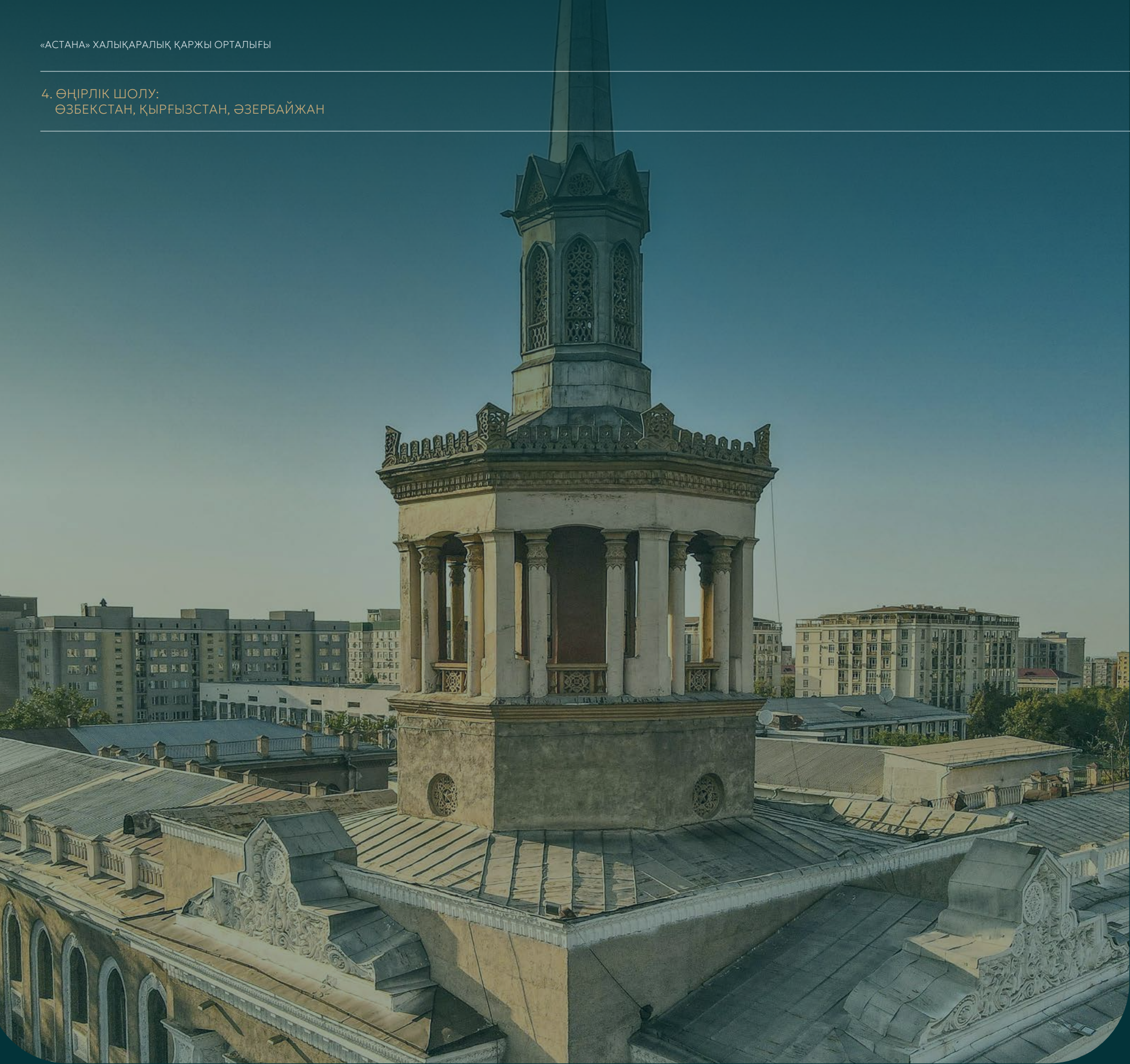
⁴⁹ Kyrgyz Stock Exchanges Witness Explosive Growth in Trading Volume – Khan Teniri Capital, 2025

⁵⁰ Kabar Kyrgyz National Informational Agency, 2025

⁵¹ Kyrgyz Stock Exchanges Witness Explosive Growth in Trading Volume – Khan Teniri Capital, 2025

4. ӨҢІРЛІК ШОЛУ:
ӨЗБЕКСТАН, ҚЫРҒЫЗСТАН, ӘЗЕРБАЙЖАН

4.2.2



Қырғызстанның капитал нарығы инфрақұрылымын цифрландыру біртіндеп дамып келеді. ҚҚБ қашықтан қол жеткізу арналарын кеңейтті, листингке арналған құжаттаманы жеңілдетті және құжаттарды электрондық түрде тапсыруға көшу процесін бастады. Маңызды институционалдық қадам ретінде 2025 жылы «Кылым Банкінің» құрылуы болды, ол болашақ ұлттық клирингтік және есеп айырысу орталығының негізі ретінде қарастырылуда. Қырғыз Республикасының Ұлттық банкі (ҚРҰБ) деректеріне сәйкес, банк клирингтік функцияларды орталықтандыруға, төлем ағындарын оңтайландыруға және нақты уақыт режиміндегі есеп айырысуларды дамытуға ықпал етуі тиіс.⁵³ Осы міндеттердің іске асырылуына қарай жаңа инфрақұрылым қаржы нарығының негізін нығайтып, институционалдық инвесторлардың қатысуы үшін неғұрлым қолайлы жағдайлар қалыптастыруы мүмкін.

2025 жылғы маусымда үкімет жүргізген реформалардың қорытындысы бойынша ҚҚБ-ның реттеушілік және операциялық базасы кеңейтілді: жасыл облигацияларды шығару мүмкіндігі пайда болды, шетелдік эмитенттер үшін қолжетімділік ашылды және листинг үшін құжаттарды электрондық түрде тапсыру енгізілді.⁵²

2024 жылғы мамырда Еуразиялық даму банкі (ЕАДБ), Қырғыз Республикасы Қаржы министрлігі жанындағы Қаржылық-несиелік қор, Ресей-Қырғыз даму қоры (РҚДҚ) және Қырғыз қор биржасы (ҚҚБ) елдің биржалық инфрақұрылымын жаңғыртуға бағытталған техникалық көмек бағдарламасын іске асыру мақсатында ынтымақтастық

туралы келісімге қол қойды.⁵⁴ Осы бағдарлама аясында 2025 жылғы наурызда жаңа серверлік және желілік жабдық жеткізіліп, пайдалануға берілді, ал 2025 жылғы мамырда ARQA Technologies компаниясы әзірлеген QUIK сауда жүйесі енгізілді. Жүргізілген инфрақұрылымдық жаңғырту биржаның технологиялық мүмкіндіктерін кеңейтуге, операцияларды орындау жылдамдығы мен жүйенің сенімділігін арттыруға, ал түпкілікті нәтижесінде — белсенді делдалдар санының өсуіне қарай сауда көлемдерінің ұлғаюын және нарыққа қатысудың кеңеюін қамтамасыз етуге мүмкіндік береді деп күтілуде.

Қырғызстанның капитал нарығы қалыптасу кезеңінде тұр, алайда соңғы өзгерістер нарықтық инфрақұрылымның біртіндеп дамып келе жатқанын, құралдардың кеңеюін және институционалдық белсенділіктің артуын көрсетеді. Нарық инфрақұрылымы бағалы қағаздарды орналастыру мен олармен сауда жасаудың базалық функцияларын орындауға мүмкіндік береді. Қазіргі кезеңде нарықтың дамуы едәуір дәрежеде мемлекеттің эмитент әрі реформалардың бастамашысы ретіндегі белсендірек рөлімен, соның ішінде клиринг пен есеп айырысу жүйесін жетілдіру шараларымен қолдау табуда. Сонымен қатар, қайталама нарықтағы төмен өтімділік әлі де нарықтың тереңдігін шектеп отыр. Сонымен бірге соңғы реформалар инфрақұрылымды жаңғыртуға және нарықтың операциялық дайындығын арттыруға бағытталған дәйекті саясаттың бар екенін көрсетеді, бұл орта мерзімді перспективада оның біртіндеп дамуына алғышарттар қалыптастырады.

⁵² Government Securities Drive Growth on Kyrgyz Stock Exchange – The Times of Central Asia, 2025

⁵³ A new financial institution in Kyrgyzstan: the story behind the creation of “Kylım Bank” – Akchabar, 2025

⁵⁴ Kabar Kyrgyz National Informational Agency, 2025

4. ӨҢІРЛІК ШОЛУ:
ӨЗБЕКСТАН, ҚЫРҒЫЗСТАН, ӘЗЕРБАЙЖАН

АКЦИЯЛАР
НАРЫҒЫНА ШОЛУ4.2.3

Қырғызстанның акциялар нарығы ауқымы жағынан әлі де шағын болып қалып отыр және сауда өтімділігінің төмендігімен сипатталады, алайда соңғы өзгерістер реттеушілік реформалар мен нарық қатысушылары шеңберінің кеңеюі аясында осы сегменттің біртіндеп дамып келе жатқанын көрсетеді. 2025 жылғы қыркүйек айындағы жағдай бойынша ҚҚБ-да жиынтық нарықтық капитализациясы шамамен 2,6 млрд. АҚШ долларын⁵⁵ құрайтын 23 эмитенттің акциялары айналыста болды. Мемлекеттік саясат шаралары, инфрақұрылымды жаңғырту және реттеушілер

тарапынан жария коммуникацияның неғұрлым белсенді жүргізілуі елдің капитал нарығы жүйесіндегі акциялар нарығының рөлін арттыруға бағытталған дәйекті күш-жігердің бар екенін көрсетеді.

Тарихи тұрғыдан алғанда, акциялар нарығы корпоративтік қаржыландыруда неғұрлым шектеулі рөл атқарып келді. Еркін айналыстағы акциялардың үлесі төмен деңгейде қалып отыр, сауда белсенділігі шектеулі құралдар санына шоғырланған, ал эмитенттердің бір бөлігі жекешелендірудің бастапқы кезеңдерімен байланысты.

Қайталама нарықтағы айналым әзірге орташа деңгейде қалып отыр, бұл инвесторлық базаның қалыптасу кезеңінде екенін және белсенді саудаға қолжетімді акциялар ұсынысының шектеулі екенін көрсетеді. Сонымен қатар, ҚҚБ реттеушілік процестердің ашықтығының артуы мен технологияларды қолдану аясының кеңеюі аясында сауда белсенділігінің біртіндеп жақсарып, эмитенттер тарапынан қызығушылықтың өсіп келе жатқанын атап өтеді, бұл биржаның инвестициялар тарту алаңы ретіндегі рөлін нығайтуы мүмкін⁵⁶.

Бөлшек инвесторлардың қатысуы бар, алайда ол әзірге негізінен қайталама нарықтағы тұрақты саудадан гөрі бастапқы орналастыруларға қатысу және кейіннен акцияларды ұстап тұрумен көбірек байланысты. Шетелдік институционалдық инвесторлардың қатысуы да өтімділіктің төмендігі мен еркін айналыстағы акциялар көлемінің аздығына байланысты шектеулі күйінде қалып отыр. Сонымен бірге шетелдік инвесторлар ҚҚБ-да, сондай-ақ бұған дейін БТС алаңында өткізілген жекелеген ірі орналастыруларға нүктелік қызығушылық танытты.

Биржаның жиынтық айналымының соңғы өсуі нарыққа қосымша назар аудартты, алайда бұл өсімнің елеулі бөлігі акциялар нарығымен емес, борыштық құралдармен және бастапқы орналастырулармен байланысты болды. 2025 жылдың басында корпоративтік борыш құралдарымен сауда көлемі 150,5 млн АҚШ долларын құрады, бұл 104,9 млн АҚШ доллары көлеміндегі акциялар саудасынан жоғары болды, ал сол кезеңде мемлекеттік бағалы қағаздардың үлесіне 13,9 млн АҚШ доллары көлеміндегі жиынтық сауда құнымен қамтамасыз етілді. Мұндай құрылым инвесторлардың борыштық құралдарға деген қызығушылығының жоғарырақ екенін және акциялардың нарықтық белсенділіктің жалпы құрылымындағы рөлінің әзірге шектеулі болып отырғанын көрсетеді.⁵⁷

Соған қарамастан, аталған үрдістер неғұрлым белсенді сауда ортасын қалыптастырып келеді, бұл акциялар нарығына оң әсер етуі мүмкін — атап айтқанда, инвесторлардың тартылу деңгейінің артуы, нарықтың танымалдылығының өсуі және биржаның операциялық мүмкіндіктерінің кеңеюі есебінен.

Реттеушілік және әкімшілік реформалар да акциялар нарығын болашақта кеңейтуге негіз қалады. 2025 жылы үкімет листинг үшін құжаттарды электронды түрде тапсыруды енгізді, эмитенттер⁵⁸ санаттарын кеңейтті және шетелдік эмитенттер үшін биржаға қолжетімділікті ашты — бұл әлеуетті листингтік компаниялар санын арттыруға және нарықтың тартымдылығын күшейтуге бағытталған шаралар болып табылады. ҚҚБ сондай-ақ ESG-есептілігі бойынша талаптарды енгізіп, ақпаратты ашу стандарттарын жетілдіруді жалғастыруда, бұл инвесторлар үшін ашықтық деңгейін арттырады.

Сақталып отырған шектеулерге, соның ішінде өтімділіктің төмендігіне, эмитенттер базасының шағын болуына және институционалдық қатысудың қалыптасу кезеңінде болуына қарамастан, реформалардың бағыты конструктивті болып қалып отыр. Биржаның танымалдылығының артуы, реформалардың бастамашысы ретіндегі мемлекеттің неғұрлым

белсенді рөлі және технологиялық жаңартуларды енгізу акциялар нарығын одан әрі дамытуға негіз қалыптастырады. Болашақта жекешелендіру бойынша мақсатты шаралармен, эмитенттер базасын кеңейтумен және инвесторлардың қолжетімділігін дамытумен ұштасқан жағдайда, бұл үрдістер Қырғызстанда акциялар нарығының капитал тарту және корпоративтік қаржыландыру арнасы ретіндегі рөлінің біртіндеп артуына ықпал етуі мүмкін.

⁵⁵ Kyrgyzstan – Asia Frontier Capital, 2025

⁵⁶ Kabar Kyrgyz National Informational Agency, 2025

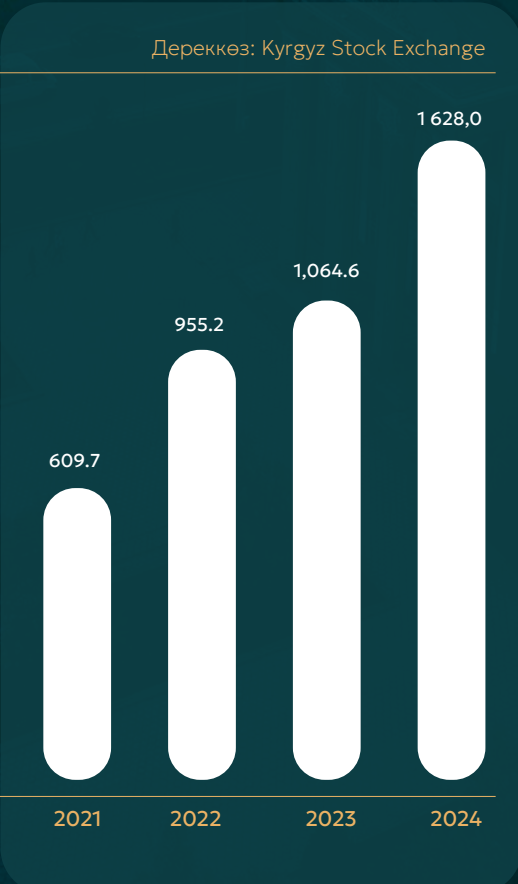
⁵⁷ Kyrgyz Stock Exchanges Witness Explosive Growth in Trading Volume – Khan Teniri Capital, 2025

⁵⁸ Government Securities Drive Growth on Kyrgyz Stock Exchange – The Times of Central Asia, 2025

Сурет 46

ҚҚБ-ның нарықтық капитализациясы, млн АҚШ доллары

Нарықтық капитализация көрсеткіштері де нарықтың қазіргі шектеулерін көрсетеді. Акциялар нарығының жиынтық капитализациясы абсолюттік мәнде де, ЖІӨ-ге қатысты да төмен деңгейде қалып отыр. Листингтегі компаниялардың едәуір бөлігі жекешелендірудің бастапқы кезеңдерінен қалған эмитенттер болып табылады, ал инвесторлардың қазіргі қатысу деңгейі шектеулі күйінде қалып отыр.



4. ӨҢІРЛІК ШОЛУ:
ӨЗБЕКСТАН, ҚЫРҒЫЗСТАН, ӘЗЕРБАЙЖАН

БОРЫШТЫҚ ҚҰРАЛДАР
НАРЫҒЫНА ШОЛУ

4.2.4

Акциялар нарығымен салыстырғанда, Қырғызстанның борыштық құралдар нарығы ішкі капитал нарығының неғұрлым белсенді сегменті болып табылады. Қырғыз қор биржасындағы (ҚҚБ) сауда белсенділігі көбіне мемлекеттік бағалы қағаздар есебінен қалыптасады, ал нарықтың соңғы өсімі корпоративтік борыштан гөрі егемендік қарыз алумен көбірек байланысты болды.⁵⁸ Бұл динамика 2025 жылы ҚҚБ-дағы белсенділіктің жалпы артуына сәйкес келеді: маусым айының басына қарай сауданың жиынтық көлемі 50,14 млрд сомға немесе шамамен 573,9 млн АҚШ долларына жетіп, 2023 жылдың толық қорытындысындағы 28,88 млрд сом немесе шамамен 328,7 млн АҚШ долларын тартты.

Өзекті деректер де борыштық құралдар сегментіндегі белсенділіктің артқанын көрсетеді. 2025 жылдың қаңтар-тамыз айлары аралығында ҚҚБ-дағы мемлекеттік бағалы қағаздармен сауда көлемі шамамен 64,3 млн АҚШ долларын құрады, бұл 2024 жылдың сәйкес кезеңіндегі көрсеткіштен екі есеге жуық жоғары.

2025 жылғы қазан айындағы жағдай бойынша биржадағы жиынтық белсенділік те айтарлықтай өсті: мәмілелер саны 2024 жылғы 1 200-ден 2025 жылы 1 711-ге дейін артты, ал сауда-саттықтың жиынтық көлемі шамамен 1,07 млрд АҚШ долларынан шамамен 1,8 млрд АҚШ доллары көлеміндегі жиынтық сауда құнымен қамтамасыз етілді Мемлекеттік бағалы қағаздар әлі де биржаның жиынтық айналымында салыстырмалы түрде шағын үлесті иеленгенімен, олардың үлес салмағы жылдық мәнде 2,7% пайыздан 3,4% пайызға дейін өсті, бұл инвесторлар белсенділігінің біртіндеп тұрақты кірісі бар құралдар жағына ауысып жатқанын көрсетеді.⁵⁹

Мемлекеттік бағалы қағаздарға деген сұраныс негізінен отандық институционалдық инвесторлар, ең алдымен коммерциялық банктер арасында шоғырланған. Қазіргі уақытта банктер Қырғызстанның ішкі мемлекеттік қарызының шамамен үштен бір бөлігін иеленіп отыр, мемлекеттік облигацияларды негізінен белсенді сауда жасау үшін

емес, өтімділікті басқару, реттеушілік талаптарды сақтау және баланстағы активтерді орналастыру мақсатында пайдаланады.⁶⁰

Корпоративтік облигациялар шығарылымы бар болғанымен, ол әлі де тұрақты емес және ауқымы жағынан шектеулі күйінде қалып отыр. Корпоративтік облигациялар нарығын әзірге шектеулі саны бар жеке компаниялар пайдаланады, ал орналастырулардың бір бөлігі толықтай жеке қарыз алушыларға емес, квазиегемендік немесе мемлекетпен байланысы бар құрылымдарға тиесілі.

Сарапшылар борыштық құралдар нарығындағы белсенділіктің соңғы өсуін⁶⁰:



мемлекеттің эмитент ретіндегі неғұрлым белсенді рөлімен

Бұл шаралар орналастырулар мен сауда көлемдерінің өсуіне ықпал етті, алайда сонымен қатар борыштық құралдар нарығының қазіргі кезеңде жеке сектор үшін капиталды кеңінен бөлу тетігінен гөрі мемлекеттік қаржыландыру арнасы қызметін көбірек атқаратынын көрсетеді.

нарықты реттеуді жетілдіруге бағытталған заңнамалық реформалармен

Жалпы алғанда, Қырғызстанның борыштық құралдар нарығы, әсіресе егемендік құралдар сегментінде, белсенділік пен қатысу тұрғысынан айтарлықтай ілгерілеуді көрсетіп отыр. Сонымен қатар нарық әлі де салыстырмалы түрде шоғырланған күйінде қалып отыр: эмитенттерді әртараптандыру енді ғана қалыптасып келеді, қайталама нарықтың өтімділігі

және инвесторлардың егемендік құралдарға деген сенімінің нығаюымен байланыстырады

төмен деңгейде сақталуда, ал банктер негізгі инвесторлар ретінде басты рөл атқаруын жалғастыруда. Корпоративтік орналастырулардың кеңеюі және қайталама нарық өтімділігінің артуы жағдайында борыштық құралдар нарығы біртіндеп негізінен мемлекеттік қаржыландыру арнасынан капитал нарығының дамуын қолдайтын неғұрлым кең платформаға айналуы мүмкін.

⁵⁸ Government Securities Drive Growth on Kyrgyz Stock Exchange – The Times of Central Asia, 2025

⁵⁹ Kyrgyz Stock Exchanges Witness Explosive Growth in Trading Volume – Khan Teniri Capital, 2025

⁶⁰ Government Securities Drive Growth on Kyrgyz Stock Exchange – The Times of Central Asia, 2025

4. Өңірлік шолу:
ӨЗБЕКСТАН, ҚЫРҒЫЗСТАН, ӘЗЕРБАЙЖАН

НАРЫҚТЫҢ
ШЕКТЕУЛЕРІ ЖӘНЕ ДАМУ
ТРАЕКТОРИЯСЫ

4.2.5

Қырғызстанның капитал нарығын одан әрі дамыту нарықтық инфрақұрылымды жүйелі түрде нығайтумен, эмитенттер мен инвесторлар базасын кеңейтумен, сондай-ақ ұзақ мерзімді қаржыландыруды тартудағы нарықтың рөлін арттырумен байланысты.

Негізгі шектеулерге мыналар жатады:



Эмитенттер базасы және нарық сыйымдылығы:

нарықтың қазіргі құрылымы орналастыру көлемдеріне, құралдардың әртүрлілігіне және инвесторлық базаның тереңдігіне әсер етеді.

Өтімділік:

акциялар нарығындағы және борыштық құралдар сегментіндегі қайталама сауда белсенділігі әзірге шектеулі болып қалып отыр, бұл баға белгілеу сапасына және инвесторлардың неғұрлым белсенді қатысу мүмкіндіктеріне әсер етеді.

Инвесторлық базаның құрылымы:

банктер борыштық құралдар сегментінде елеулі үлеске ие, ал зейнетақы қорлары мен басқарушы компанияларды қоса алғанда, институционалдық инвесторлардың қатысуы әлі қалыптасу кезеңінде қалып отыр.

Жуырдағы сауда-саттық көлемінің өсуі, негізінен мемлекеттік бағалы қағаздар есебінен орын алғанымен, нарықтың құрылымдық тұрғыдан толысқанын емес, тек операциялық қарқынды көрсетеді. Эмитенттер базасы кеңеймей, еркін айналымдағы акциялар үлесі артпай, пост-трейдинг жүйелері жетілдірілмей және инвесторлардың қатысуы күшейтілмейінше, нарық өсімі, сірә, шектеулі әрі мемлекетке бағытталған күйінде қала бермек.

Нарықтың дамуы тұрғысынан Қырғызстанның капитал нарығын

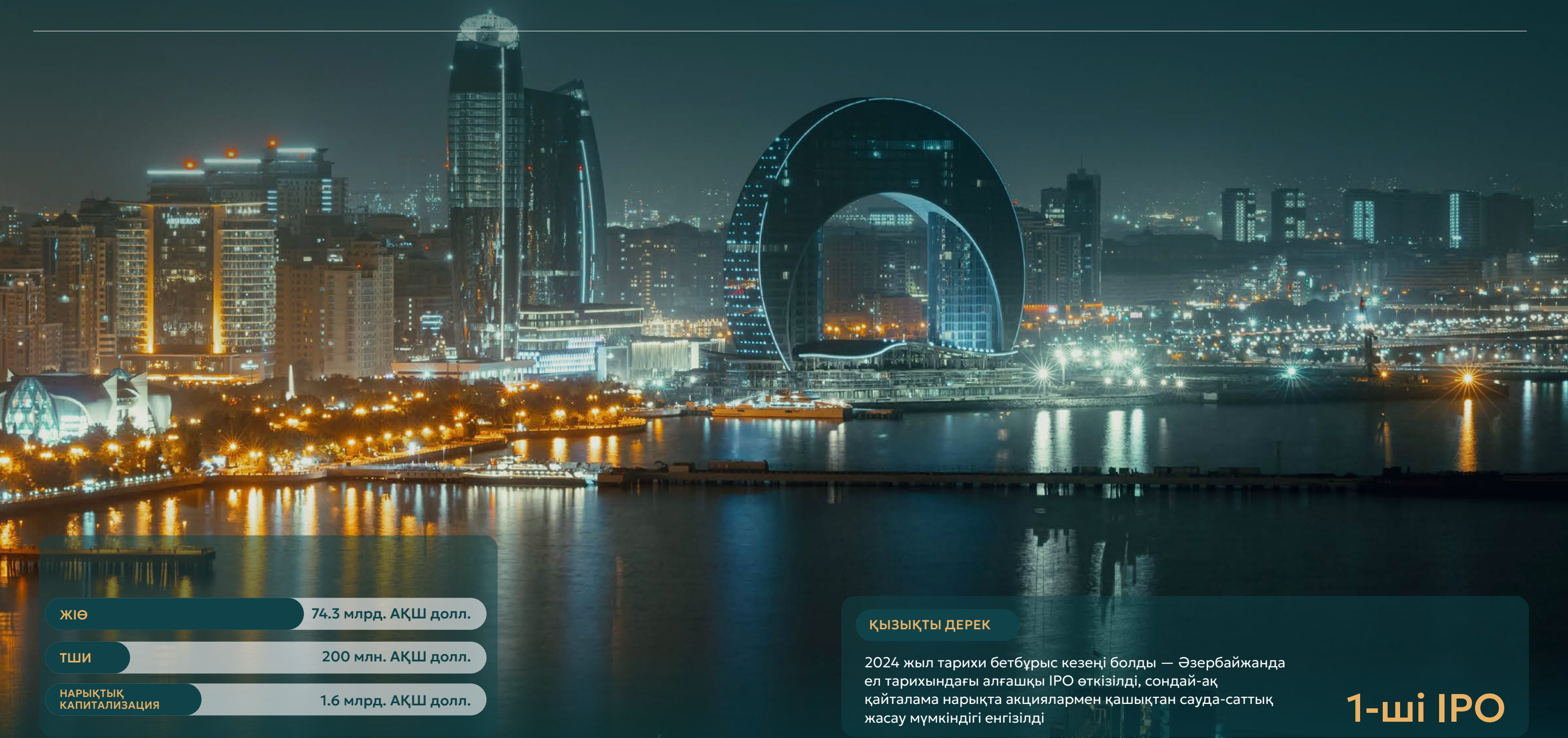
трансформация кезеңінде емес, қалыптасудың бастапқы сатысында деп сипаттаған әлдеқайда дәлірек болады. Ағымдағы белсенділік мемлекеттік қаржыландыруды және бағалы қағаздар нарығының базалық инфрақұрылымын қамтамасыз еткенімен, әзірше жеке капиталды жұмылдыру арнасы немесе экономиканы әртараптандыру құралы ретіндегі функциясын толық көлемде орындай алмай отыр. Келешекте Қырғызстанның капитал нарықтарының дамуы инфрақұрылымды жетілдіруге, инвесторлар базасын кеңейтуге,

ашықтықты арттыруға және өңірлік әрі халықаралық тәжірибелермен біртіндеп жақындасуға басымдық бере отырып, жүйелі түрде нығаюымен айқындалмақ. Осы күн тәртібі шеңберінде жекешелендіру бойынша мақсатты күш-жігер мен қаржылық сауаттылық саласындағы ауқымды бастамалар Қырғызстандағы акциялар нарығын қаржы жүйесінің қосалқы элементінен капитал тартудың және корпоративтік қаржыландырудың толыққанды арнасына айналдыруда шешуші рөл атқара алады.

4. Өңірлік шолу:
Өзбекстан, қырғызстан, әзербайжан

4.3

ӘЗЕРБАЙЖАН



ЖІӨ 74.3 млрд. АҚШ долл.

ТШИ 200 млн. АҚШ долл.

НАРЫҚТЫҚ
КАПИТАЛИЗАЦИЯ 1.6 млрд. АҚШ долл.

ҚЫЗЫҚТЫ ДЕРЕК

2024 жыл тарихи бетбұрыс кезеңі болды — Әзербайжанда ел тарихындағы алғашқы IPO өткізілді, сондай-ақ қайталама нарықта акциялармен қашықтан сауда-саттық жасау мүмкіндігі енгізілді

1-ші IPO

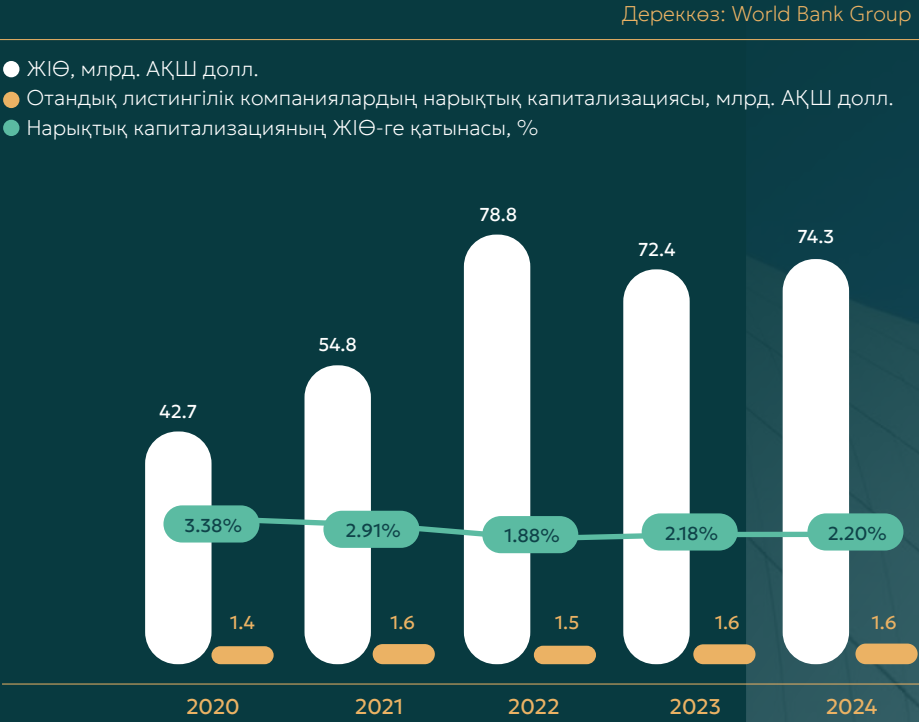
4. ӨҢІРЛІК ШОЛУ:
ӨЗБЕКСТАН, ҚЫРҒЫЗСТАН, ӘЗЕРБАЙЖАН

МАКРОЭКОНОМИКАЛЫҚ ШОЛУ4.3.1

Сурет 47

Әзербайжанның ЖІӨ-сі, млрд АҚШ доллары көлеміндегі жиынтық сауда құнымен қамтамасыз етілді Қор нарығын капиталдандыру, ЖІӨ-ге %-бен.

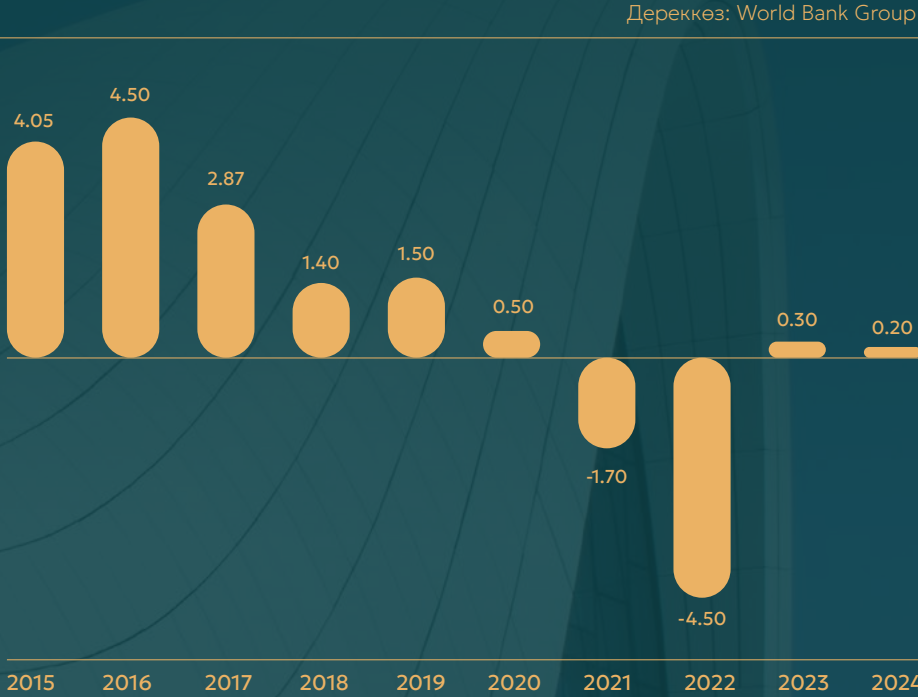
Әзербайжанның капитал нарығы мұнай-газ секторы ЖІӨ-ні, экспортты және бюджеттік кірістерді қалыптастыруда жетекші рөлін сақтап отырған экономика жағдайында жұмыс істейді. Номиналды ЖІӨ 2020 жылғы 42,7 млрд АҚШ долларынан 2024 жылы 74,3 млрд АҚШ долларына дейін өсті, бұл экономиканың пандемиядан кейінгі қалпына келуін және сыртқы макроэкономикалық жағдайлардың әсерін көрсетеді.



Әзербайжанның акциялар сегменті экономиканың жалпы динамикасымен салыстырғанда неғұрлым баяу қарқынмен дамып келеді. Ішкі нарық листингіндегі компаниялардың капиталдандыруының ЖІӨ-ге қатынасы 2020 жылғы 3,36% пайыздан 2022 жылы 1,86% пайызға дейін төмендеп, кейін 2024 жылы шамамен 2,2% пайызға дейін қалпына келді. Бұл нарық өтімділігінің әлі де шектеулі деңгейде сақталып отырғанын көрсетеді.

Сурет 48

Тікелей шетелдік инвестициялар, таза ағын (төлем балансы, млрд АҚШ доллары).



Ескертпе: ТШИ-дің таза ағыны көрсеткіші жаңа шетелдік инвестициялар мен инвестициялық табысты репатриациялау арасындағы теңгерімді көрсетеді және елдің инвестициялық тартымдылығының негізгі индикаторы болып табылады. Әзербайжанда 2016 жылдан кейін тікелей шетелдік инвестициялардың таза ағынының динамикасы анағұрлым тұрақсыз болды. 2021–2022 жылдары ТШИ-дің таза ағыны теріс болды, өйткені инвестициялық табыстар бойынша төлемдер жаңа инвестициялар көлемінен асып түсті — тиісінше 1,7 млрд АҚШ доллары және 4,5 млрд АҚШ доллары көлемінде. World Bank Group деректері бойынша, 2023–2024 жылдары ТШИ-дің таза ағыны қайтадан қалыпты оң

мәндерге — шамамен 0,2–0,3 млрд АҚШ долларына оралды, алайда ол әлі де бұрынғы тарихи орташа деңгейлерден төмен болып отыр.

Капитал нарығы тұрғысынан алғанда, банктік және мемлекеттік қаржыландыру маңызды рөлін сақтап отыр, ал жария капитал нарықтары жеке капиталды жұмылдырудағы өз функциясын біртіндеп дамытуды жалғастыруда. Бұл еркін айналыстағы акциялар үлесі шектеулі болып қалып отырған, ал егемендік шығарылымдар мен мемлекет қатысатын компаниялардың облигацияларын қоса алғанда, борыштық құралдар нарығы қаржыландыруда неғұрлым орныққан рөлге ие қазіргі нарық құрылымын көрсетеді.

4. ӨҢІРЛІК ШОЛУ:
ӨЗБЕКСТАН, ҚЫРҒЫЗСТАН, ӘЗЕРБАЙЖАН

КАПИТАЛ НАРЫҒЫНЫҢ
ҚҰРЫЛЫМЫ МЕН
ИНФРАҚҰРЫЛЫМЫ

4.3.2

Әзербайжанда бағалы қағаздардың ұйымдастырылған саудасы елдегі жалғыз қор биржасы болып табылатын Баку қор биржасында (БҚБ) шоғырланған. БҚБ өз қызметін 2000 жылғы 15 ақпанда Әзербайжан Республикасы Орталық банкінің (ЭАОБ)⁶¹ қолдауымен бастады. Биржа жабық акционерлік қоғам нысанында жұмыс істейді және 20 акционерді біріктіреді.

Қазіргі кезеңдегі институционалдық даму хронологиясы мыналарды қамтиды⁶²:



1997	2000	2004	2006	2009
БҚБ-ның құрылуы	сауда-саттықтың басталуы	корпоративтік облигациялар, акциялар және орталық банктің ноталары сегменттеріне кеңею	банкаралық РЕПО операцияларының енгізілуі	ипотекалық облигациялармен сауда-саттықтың басталуы
2013	2016	2019	2020	2024
алғашқы маркет-мейкер институтының құрылуы	SOCAR облигацияларының және СЕТА орталықтандырылған сауда платформасының іске қосылуы	халықаралық қор биржалары қауымдастығына кіру және шетелдік эмитенттің ұлттық валютадағы облигацияларының алғашқы шығарылымы	Дүниежүзілік биржалар федерациясымен серіктестік орнату және БҰҰ-ның «Тұрақты қор биржалары» бастамасына қосылу	БҚБ ребрендинг жүргізіп, сондай-ақ нарық үшін маңызды екі оқиғаны атап өтті: Әзербайжандағы бастапқы акцияларды жария орналастыруды (IPO) және қайталама нарықта акциялармен қашықтан сауда жасаудың іске қосылуын

Нарықтың пост-трейдингтік инфрақұрылымын орталық депозитарий функцияларын атқаратын Ұлттық депозитарлық орталық (ҰДО) қамтамасыз етеді. ҰДО депозитарлық жүйені ұйымдастыруға және үйлестіруге, бағалы қағаздарға меншік құқығын және өзге де құқықтарды есепке алуға, сондай-ақ бағалы қағаздармен жасалатын мәмілелерді тіркеуге жауап береді. Оның функцияларына депозитарлық қызмет көрсету, клиринг, ұлттық нөмірлеу агенттігінің қызметтері, тізілімдерді жүргізу, сондай-ақ орындаушы және төлем агенті функциялары кіреді.

Әзербайжанның бағалы қағаздар нарығының реттеушілік архитектурасы салыстырмалы түрде орталықтандырылған сипатқа ие. Әзербайжан Республикасы Орталық банкі (ЭАОБ) қор биржасы мен бағалы қағаздар нарығының мемлекеттік реттеушісі болып табылады және шетелдік компаниялардың қатысу мәселелерін қоса алғанда, нарықтың жұмыс істеу қағидаларын белгілеу өкілеттіктеріне ие.

Сонымен қатар, шетелдік листингтер үшін реттеудің жекелеген ерекшеліктері сақталып отыр. 2021 жылғы 28 қазанда бекітілген БҚБ-ның листингтің негізгі қағидалары шетелдік компаниялардың листингін реттемейді. Ішкі нарықта өз

бағалы қағаздарының айналысын жоспарлайтын шетелдік эмитенттер 2000 жылы бекітілген шетелдік эмитенттердің бағалы қағаздарының айналысы қағидаларына сәйкес ЭАОБ сертификатын алуға тиіс.⁶³

Дамудың қазіргі кезеңіндегі маңызды бағдарлардың бірі — БҚБ-ның 2024–2026 жылдарға арналған даму стратегиясы, ол нарықтың барлық сегменттерінде бағалы қағаздар ұсынысы мен инвесторлық базаны кеңейтуге неғұрлым құрылымдалған тәсілді бекітеді.⁶⁴ Стратегия өзара байланысты басымдықтарға баса назар аударады: эмитенттердің нарыққа шығуға дайындығын арттыруға, инвесторлардың қолжетімділігін кеңейтуге және институционалдық әлеуетті дамытуға.

Осы тұрғыда Листингтік консультативтік бағдарлама (Listing Advisory Program) мен көпшілікке қолжетімді Эмитент калькуляторы (Issuer Calculator) стратегия мақсаттарын қолдайтын практикалық құралдар ретінде әрекет етеді. Жалпы алғанда, олар әлеуетті эмитенттер үшін ақпараттық және рәсімдік кедергілерді азайтуға бағытталған жүйелі жұмысты көрсетеді. Бұл листингке шығу талаптарының ашықтығын, күтілетін шығындар мен реттеушілік процестер туралы айқындықты арттыру, сондай-ақ листингтің

бүкіл циклі бойында құрылымдалған консультациялық қолдауды ұсыну арқылы жүзеге асырылады.

Листингтік консультативтік бағдарлама (The Listing Advisory Program)⁶⁵ бағалы қағаздар шығару арқылы қаржыландыру тартуды жоспарлайтын компанияларды қолдауға арналған кешенді тетік ретінде позицияланады. Ол эмитенттерді тиісті нарық сегменттерінің талаптарына дайындауға, қаржылық ашықтықты арттыруға және корпоративтік басқаруды жетілдіруге бағытталған. Бағдарлама компанияларға бағалы қағаздар шығарылымын құрылымдау және орналастыру кезеңдерінде сүйемелдеу көрсетуді, сарапшылар мен эмитенттер желісіне қолжетімділікті, медиялық қолдауды, сондай-ақ инвесторлық базамен өзара іс-қимылды қарастырады. Баку қор биржасының Эмитент калькуляторы (Issuer Calculator) бағалы қағаздарды шығару мен листингке байланысты шығындарды құрал түрі, эмиссия көлемі, листинг мерзімі және нарық сегментін ескере отырып, шамамен есептеуге мүмкіндік береді. Есептеу андеррайтердің сыйақысын және БҚБ-ның сауда тарифтерін қамтымайды; шетел валютасындағы шығарылымдар бойынша деректер Әзербайжан манаты (AZN) баламасында көрсетіледі.

⁶¹ Baker McKenzie, 2024

⁶² Baku Stock Exchange

⁶³ Baker McKenzie, 2024

⁶⁴ Baku Stock Exchange Strategic Development Directions for 2024-2026

⁶⁵ Baku Stock Exchange

4. ӨҢІРЛІК ШОЛУ:
ӨЗБЕКСТАН, ҚЫРҒЫЗСТАН, ӘЗЕРБАЙЖАН

4.3.2

2024–2026 жылдарға арналған стратегия ішкі облигациялар нарығының өсуін негізгі басымдық ретінде айқындайды. Онда әлеуетті өсудің келесі индикативтік көрсеткіштері белгіленген:



Мемлекеттік кәсіпорындардың облигацияларын шығару:

Мемлекеттік кәсіпорындардың облигацияларын шығару:

әлеуеті 765 млн АҚШ доллары (1,3 млрд Әзербайжан манаты)

Институционалдық инвесторлардың қатысуы:

әлеуеті 1,47 млрд АҚШ доллары (2,5 млрд Әзербайжан манаты).

Корпоративтік облигацияларды шығару:

әлеуеті 882 млн АҚШ доллары (1,5 млрд Әзербайжан манаты)

Стратегия сонымен қатар жергілікті облигациялар нарығында жеке инвесторлардың қатысуын кеңейтуді көздейді. Әлеуетті қосымша сұраныс 165 млн АҚШ доллары немесе 280 млн Әзербайжан манаты деңгейінде бағаланады, бұл халықтың ішкі жинақтарын капитал нарығы құралдарына тартуға деген ұмтылысты көрсетеді.

Акциялар нарығы бөлігінде стратегия инвесторлардың қатысуын кеңейтуге және қысқа мерзімді көлем өсіміне емес, әлеуетті мәмілелер портфелін қалыптастыруға бағытталған. Ол бөлшек инвесторлардың қолжетімділігін банктермен және делдалдармен тығыз интеграция арқылы жеңілдету шараларын, сондай-ақ жекеше сектордың IPO-ларын мақсатты қолдау тетіктері арқылы қолдауды қарастырады. Акциялар нарығы тұрғысынан стратегия жеке инвесторлардың акцияларға инвестицияларын 97 млн АҚШ доллары немесе 165 млн Әзербайжан манаты деңгейіне дейін өсіруді, сондай-ақ жекеше сектордың IPO-лары есебінен нарықтық капиталдандыруды 500 млн Әзербайжан манатына немесе шамамен 294 млн АҚШ доллары

көлеміндегі жиынтық сауда құнымен қамтамасыз етілді Бұл нарықтың ауқымын тез ұлғайтудан гөрі, ашық компаниялар құрамын біртіндеп кеңейтуге басымдық берілгенін көрсетеді.

Стратегияның маңызды акценті – биржаның өз институционалдық әлеуетін дамыту қажеттілігі: ұйымдық құрылым мен корпоративтік басқаруды жаңарту, цифрландыру және IT-инфрақұрылымды жетілдіру (сауда жүйесінің модульдерін аяқтау, сауда деректерінің бірыңғай базасын құру).

Инфрақұрылымды жаңғырту да операциялық тиімділікті арттыру тұрғысынан айтарлықтай нәтижелер берді. Соңғы нарықтық деректерге сәйкес, электрондық сауда платформаларын жаңарту транзакциялық шығындарды шамамен 35%-ға қысқартуға және есеп айырысуды нақты уақыт режимінде жүзеге асыру мүмкіндігін қамтамасыз етуге мүмкіндік берді. Халықаралық клирингтік жүйелермен интеграция қосымша түрде трансшекаралық инвестициялық ағындардың дамуына ықпал етті, бұл нарықтың шетелдік

институционалдық қатысушылар үшін қолжетімділігін кеңейтіп, ішкі нарық инфрақұрылымын халықаралық операциялық стандарттарға жақындатты⁶⁶.

Сонымен бірге нарық тәжірибесі стратегияның қолжетімділік арналарының дамуына қатысты кейбір элементтері қазірдің өзінде іске асырылып жатқанын көрсетеді. Атап айтқанда, бірқатар банктер өздерінің мобильді қосымшаларына «Инвестициялар» бөлімін енгізуді бастады, бұл бөлшек инвесторларға капитал нарығы құралдарына неғұрлым ыңғайлы қолжетімділікті қамтамасыз етеді.

2025 жылғы қазан айындағы жағдай бойынша жеті компания қарастырылып отырған кезеңде бастапқы жария орналастыруларды (IPO) аяқтап, жиынтық түрде шамамен 340 млн АҚШ долларын тартты. Жаңа листингтер технология, телекоммуникация және қаржылық қызметтер секторларында шоғырланып, жалпы нарықтық капиталдандырудың 18,4 млрд АҚШ доллары көлеміндегі жиынтық сауда құнымен қамтамасыз етілді⁶⁷.

⁶⁶ Baku Stock Exchange Trading Volume Surges 156% - Caucasus business journal, 2025

⁶⁷ Baku Stock Exchange Trading Volume Surges 156% - Caucasus business journal, 2025



АКЦИЯЛАР НАРЫҒЫНА ШОЛУ

Әзербайжан акциялар нарығы салыстырмалы түрде тереңдігі төмен болып қала береді, алайда Бакин қор биржасының (БҚБ) 2024–2026 жылдарға арналған даму стратегиясы бұл сегментті дамытуға неғұрлым белсенді тәсілді көздейді. Бакин қор биржасы (БҚБ) 2024 жылды⁶⁸ акциялар нарығы үшін маңызды кезең ретінде сипаттайды, ол Әзербайжан тарихындағы бастапқы IPO-мен және қайталама нарықта акциялармен қашықтан сауда жасаудың іске қосылуымен байланысты. Бұл өзгерістер принциптік маңызға ие, өйткені олар екі ұзақ мерзімді шектеуді еңсеруге бағытталған: жаңа эмиссиялық құралдардың шектеулі ұсынысы және бөлшек инвесторлар үшін қолжетімділік арналарының жеткілікті дамымауы.

2024–2026 жылдарға арналған стратегия бұл бағытты бекітеді, акциялар нарығын дамыту мәселесін инвесторлардың қатысуын кеңейту және жаңа эмиссиялар ұсынысын қалыптастыру ретінде қарастырады, тек сауда инфрақұрылымын дамыту міндеті ретінде ғана емес. Акциялар нарығы бөлігінде стратегия бірқатар негізгі шаралар блоктарын көздейді:



Банктер мен делдалдар арқылы онлайн және мобильді арналарда инвестициялық шоттар ашуды қамтамасыз ету, сондай-ақ БҚБ инфрақұрылымын банктермен, делдалдармен және Ұлттық депозитарлық орталықпен (ҰДО) синхрондау.

Эмитенттер базасын жүйелі дамыту кеңейтілген консультациялық қолдау арқылы жүзеге асырылады (оның ішінде стратегияда аталған «Листингтік консультациялық бағдарлама 2.0» қамтылады).

Бизнес қауымдастықтарымен және шағын және орта бизнес ШОБ-ты қолдау институттарымен бірлесіп әзірленген IPO акселерация бағдарламасы.⁶⁹

Жалпы алғанда, Әзербайжанның акциялар нарығын даму деңгейі бастапқы сатыда тұрған, алайда Бакин қор биржасының (БҚБ) күн тәртібінде стратегиялық басымдыққа ие сегмент ретінде сипаттауға болады. Жалпы алғанда, Әзербайжанның акциялар нарығы әлі де салыстырмалы түрде шектеулі болып қала береді: листингтегі компаниялар саны мен қайталама нарықтың тереңдігі жеткіліксіз. Дегенмен ол банктік арналар арқылы бөлшек инвесторлардың қолжетімділігін кеңейтуге, эмитенттердің дайындық деңгейін арттыруға және корпоративтік басқаруды дамытуға, сондай-ақ әлеуетті IPO-лар портфелін жедел қалыптастыруға бағытталған құрылымдық институционалдық бағдарламамен қолдау табуда.

⁶⁸ Baku Stock Exchange

⁶⁹ Baku Stock Exchange Strategic Development Directions for 2024-2026

4. ӨҢІРЛІК ШОЛУ: ӨЗБЕКСТАН, ҚЫРҒЫЗСТАН, ӘЗЕРБАЙЖАН

БОРЫШТЫҚ НАРЫҚҚА ШОЛУ

Әзербайжанда борыштық құралдар тарихи түрде ішкі капитал нарығының акциялар нарығымен салыстырғанда анағұрлым дамыған сегменті болып табылады. Бұл құрылым жалпы өңірдегі бірқатар нарықтарға тән модельге сәйкес келеді, онда тұрақты кірісі бар құралдар нарығындағы белсенділік негізінен егемендік және квазиегемендік эмиссиялар есебінен, сондай-ақ банк секторының қатысуы арқылы қалыптасады. Бакин қор биржасының (БҚБ) 2024–2026 жылдарға арналған стратегиясы облигациялар нарығын

ішкі капитал нарығын нығайтудың негізгі құралдарының бірі ретінде дамытуды айқындайды. Осы бағыттар арасында мемлекеттік кәсіпорындар арқылы облигациялар шығару көлемін кеңейту, институционалдық инвесторлар базасын нығайту (оның ішінде банктер, сақтандыру компаниялары, ықтимал басқарушы компаниялар және зейнетақы тетіктері), сондай-ақ нақты сектор экономикасын қаржыландыру арнасы ретінде корпоративтік облигациялар нарығын дамыту көзделген.⁶⁹

2025 жылғы наурызда SOCAR-дың «жасыл» облигациялары Бакин қор биржасының қайталама нарығында айналымға шығып, ішкі нарықтағы осындай типтегі алғашқы құралға айналды. Бұл эмиссия борыштық құралдар жиынтығын кеңейтеді және тұрақты қаржыландыру сегментінің дамуын қолдайды. Ол сондай-ақ 2016 жылдан бері Бакин қор биржасында айналыста жүрген SOCAR облигацияларына қатысты қалыптасқан инвесторлар базасына сүйенеді, бұл тақырыптық және ESG-қаржы құралдарының одан әрі дамуына негіз қалыптастыруы мүмкін.

Баку қор биржасындағы сауда көлемінің құрылымы негізгі белсенділіктің өтімділікті басқару құралдары мен мемлекеттік сектор құралдарына тиесілі екенін көрсетеді, ал жеке сектордың капитал тарту құралдары әзірге сауда белсенділігінің салыстырмалы түрде аз бөлігін құрайды. Қарастырылған кезең бойы РЕПО операциялары мен Орталық банк құралдары сауда көлемінің едәуір бөлігін қалыптастырды, бұл корпоративтік бағалы қағаздардың қайталама нарықтағы саудасына

қарағанда банк секторының өтімділігін басқару және ақша-кредит саясатына байланысты операциялардың басым болғанын көрсетеді. **Мемлекеттік облигациялар айналымы, әсіресе 2023–2025 жылдары⁷³**, тұрақты түрде өсіп отырды, бұл мемлекеттік қаржыландырудағы ішкі борыштық құралдардың рөлінің артып келе жатқанын және ішкі инвесторлар тарапынан тұрақты сұраныстың бар екенін көрсетеді.⁷⁴ Сонымен қатар корпоративтік бағалы қағаздар

мен ипотекалық облигациялар сауда көлемі бойынша тұрақты әрі салыстырмалы түрде шағын болып қалып отыр, бұл капитал нарығының жеке сектор инвестицияларын қаржыландырудағы рөлінің әзірге шектеулі екенін көрсетеді. Осылайша, 2023–2024 жылдардағы жиынтық айналымның едәуір өсуін, ең алдымен, РЕПО операциялары мен мемлекеттік сектор құралдары сегменттеріндегі белсенділіктің артуының нәтижесі ретінде қарастыру қажет⁷⁵.

Стратегиялық жоспар сондай-ақ жекелеген бастамалар бойынша нарықтық әлеуеттің индикативтік бағалауларын қамтиды. БҚБ оларды нақты нәтижелердің күтілген көрсеткіштерден ауытқуы мүмкін екендігі туралы ескертпемен болжамдық көрсеткіштер ретінде келтіреді⁷⁶:

МҚҰ облигациялары көлемінің өсу әлеуеті:

765 млн АҚШ доллары (1,3 млрд әзербайжан манаты)

Институционалдық инвесторлар әлеуеті:

1,47 млрд АҚШ доллары (2,5 млрд әзербайжан манаты)

Корпоративтік облигациялар көлемінің өсу әлеуеті:

882 млн АҚШ доллары (1,5 млрд әзербайжан манаты)

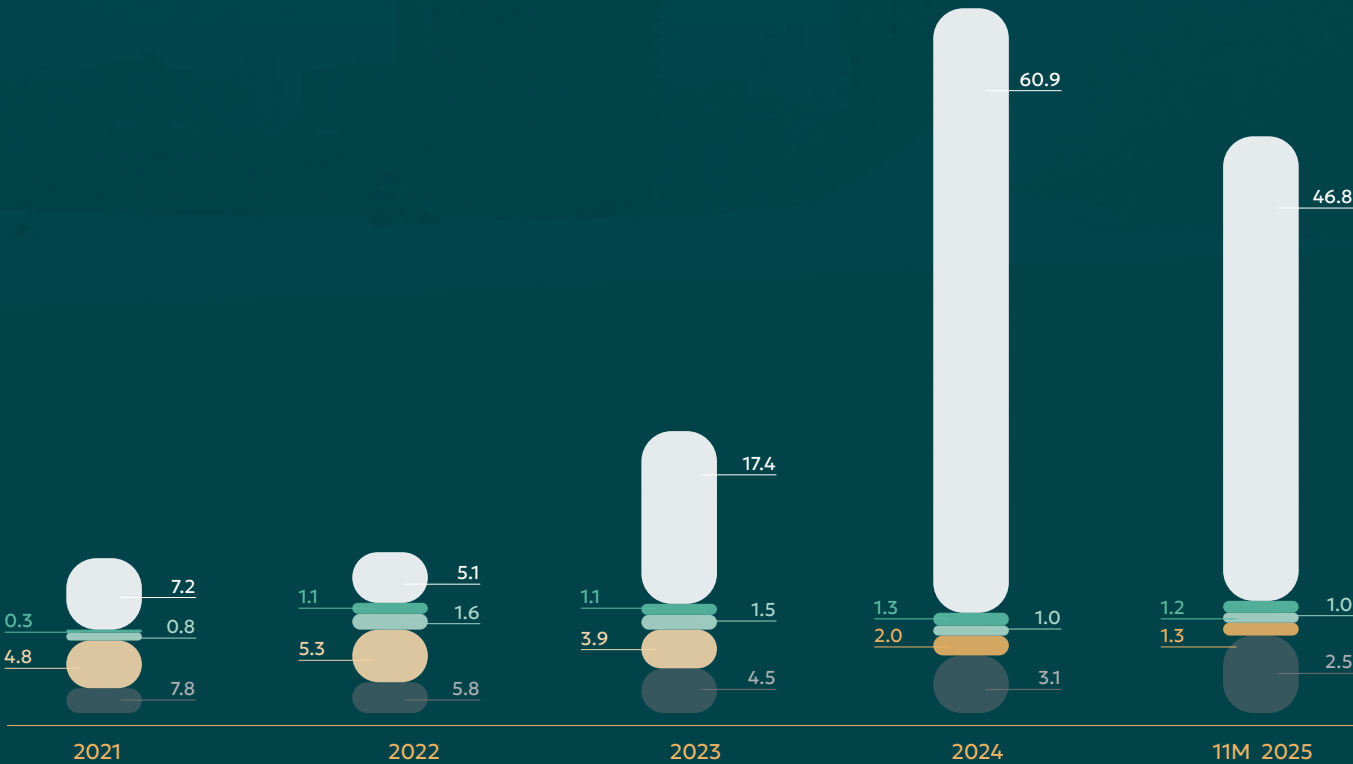
⁶⁹ Baku Stock Exchange Strategic Development Directions for 2024-2026

⁷⁰ SOCAR's "Green Bonds" Commence Trading on the Baku Stock Exchange – AzFen, 2025

Сурет 49
Сауда көлемі, млрд әзербайжан манаты

Дереккөз: Baku Stock Exchange

- Мемлекеттік облигациялар
- ӨРОБ ноталары
- Ипотекалық облигациялар
- ӨРОБ бағалы қағаздары
- Корпоративтік бағалы қағаздар
- РЕПО



Стратегия облигацияларға деген сұранысты жеке тұлғалар тарапынан қалыптастыруға, соның ішінде ақпараттық науқандар мен тақырыптық іс-шараларды өткізуге ерекше назар аударады. Бөлшек инвесторлар әлеуетінің болжамды бағасы шамамен 165 млн АҚШ долларын немесе 280 млн әзербайжан манатын құрайды, бұл капитал нарығы құралдарына сұранысты дамыту үшін ішкі жинақтардың пайдаланылмаған әлеуеті бар екенін көрсетеді.

2025 жылғы қазандағы жарияланымдарда БФБ-дағы сауда-саттық көлемінің 2025 жылдың алғашқы үш тоқсанында айтарлықтай өскені атап өтілді. Бұл ретте мемлекеттік облигациялардың орналастырылуы мен олардың кірістілік деңгейі нарықтық белсенділіктің негізгі факторларының бірі ретінде ерекшеленді.⁷⁷

Жалпы көлемі шамамен 2,3 млрд АҚШ долларын құраған мемлекеттік облигациялар шығарылымдары ішкі де, шетелдік те инвесторларды тартты. Орта мерзімді егемендік облигациялар екі жылдық қағаздар бойынша 6,85% пайыздан үш жылдық қағаздар бойынша 7,8% пайызға дейінгі кірістілікпен саудаланды. 2025 жылғы қазан айының соңындағы жағдай бойынша егемендік еурооблигациялардың кірістілігі орта есеппен 4,8% пайызды құрады, бұл егемендік кредиттік профильдің неғұрлым қолайлы қабылдануын және салыстырмалы түрде тұрақты макроэкономикалық ортаны көрсетті. Мұндай сұраныс құрылымы борыштық нарықтың ішкі капитал нарығының ең функционалды әрі өтімді сегменті ретіндегі рөлін растайды, дегенмен оның динамикасы әлі де едәуір дәрежеде фискалдық және мемлекеттік қаржыландыру қажеттіліктерімен байланысты болып отыр.

Құрылымдық тұрғыдан алғанда, борыштық нарықтың даму траекториясы акциялар нарығымен салыстырғанда анағұрлым айқын көрінеді: Әзербайжанда банктер мен мемлекеттік сектор эмитенттері түріндегі институционалдық «зәкірлер» қазірдің өзінде қалыптасқан, ал БҚБ стратегиясы осы зәкірлерді тұрақты орналастыру бағдарламаларына айналдыруға және инвесторлар базасын, эмиссияны қолдау тетіктерін, қаржылық сауаттылықты, сондай-ақ банктер, делдалдар мен ҰДО арасындағы инфрақұрылымдық үйлесімділікті дамытуға бағытталған.

⁷¹ Capital Market Insights of Azerbaijan – Baku Stock Exchange, November 2025

⁷² Capital Market Insights of Azerbaijan – Baku Stock Exchange, 2024

⁷³ Capital Market Insights of Azerbaijan – Baku Stock Exchange, 2023

⁷⁴ Capital Market Insights of Azerbaijan – Baku Stock Exchange, 2022

⁷⁵ Capital Market Insights of Azerbaijan – Baku Stock Exchange, 2021

⁷⁶ Baku Stock Exchange Strategic Development Directions for 2024-2026

⁷⁷ Baku Stock Exchange Trading Volume Surges 156% - Caucasus business journal, 2025

⁷⁸ Baku Stock Exchange - Q3 2025 Bulletin on Azerbaijan Capital Market Insight

⁷⁹ MidLincoln Research

4. Өңірлік шолу:
ӨЗБЕКСТАН, ҚЫРҒЫЗСТАН, ӘЗЕРБАЙЖАН

НАРЫҚТЫҢ
ШЕКТЕУЛЕРІ МЕН ДАМУ
ТРАЕКТОРИЯСЫ

4.3.5

Әзербайжанның капитал нарығындағы шектеулер негізінен құрылымдық сипатқа ие және бірнеше фактордың үйлесімін көрсетеді: акциялар ұсынысының шектеулілігі, эмитенттер базасының шоғырлануы, қалыптасу үстіндегі реттеу жүйесі және нарықтың операциялық жетілу деңгейін одан әрі арттыру қажеттілігі.

Талдау ӘРОБ валюталық шектеулерді ішінара жеңілдетуі және реттеушілік ашықтықтың артуы аясында шетелдік институционалдық инвесторлардың әзербайжандық бағалы қағаздарға инвестицияларын 78%-ға арттырғанын көрсетеді.⁸⁰ Нарықтың одан әрі дамуына жаңа корпоративтік эмитенттердің шығуы және 2026 жылға жоспарланған мемлекеттік инфрақұрылымдық облигацияларды орналастыру қолдау көрсетуі мүмкін. Сонымен қатар ұзақ мерзімді әсер жаңа шығарылымдар ұсынысының тұрақтылығына, инвесторлардың қатысуын сақтауға және қайталама нарық өтімділігін одан әрі дамытуға байланысты болады.

Негізгі шектеулерге мыналар жатады:

Акциялар нарығының тереңдігінің төмендігі және листинг қамтуының шектеулілігі:

листингтегі компаниялар санының аз болуы және нарықтық капитализацияның ЖІӨ-ге қатынасының төмендігі жағдайында акциялар әзірге капиталды ішкі қалыптастыруда шектеулі рөл атқарып отыр.

Шетелдік компанияларды тіркеудің күрделілігі:

шетелдік бағалы қағаздардың айналысын реттейтін Әзербайжан Республикасы Орталық Банкінің бұрынғы нормалары мен сертификаттау рәсімдерінің болуына қарамастан, Baker McKenzie қолданыстағы ережелерді қолдануға және шетелдік орналастырулар прецеденттерінің болмауына байланысты практикалық мәселелердің сақталып отырғанын атап көрсетеді. Бұл трансшекаралық өнімдердің дамуын және институционалдық инвесторлардың неғұрлым кең қатысуын тежеуі мүмкін.

Инвесторлық базаның шоғырлануы:

даму стратегиясында институционалдық және бөлшек инвесторлардың қатысуын кеңейтуге ерекше назар аударылады. Бұл инвесторлық базаны ертараптандырудың және капитал нарығы құралдарына неғұрлым тұрақты сұранысты біртіндеп қалыптастырудың басым бағыт екенін көрсетеді.

Нарықтық инфрақұрылымды дамыту:

БҚБ стратегиясы ұйымдық құрылымды жетілдіруді, цифрландыруды, сауда деректері жүйелерін қоса алғанда IT-инфрақұрылымды дамытуды, сондай-ақ тәуекелдерді басқару тәжірибелерін нығайтуды көздейді. Бұл шаралар нарықтың дамуына қарай эмитенттер мен инвесторлардың неғұрлым белсенді қатысуы үшін институционалдық негіз қалыптастырады.

Белгіленген шектеулерге қарамастан, Әзербайжанның капитал нарығын одан әрі дамыту жеткілікті дәрежеде құрылымдалған сипатқа ие, өйткені ол БҚБ-ның 2024–2026 жылдарға арналған жол картасына сүйенеді. Стратегия бірнеше бағыт бойынша кезең-кезеңімен іске асырылатын шараларды көздейді:

тіркелген кірістілігі бар құралдарды, соның ішінде квазимемлекеттік және корпоративтік шығарылымдарды орналастыру тәжірибесін кеңейту;

институционалдық инвесторлардың белсенділігін арттыру

банктер мен цифрлық платформалар арқылы бөлшек қолжетімділік арналарының дамуы

консультациялық және акселерациялық бағдарламалар арқылы әлеуетті IPO портфелін қалыптастыру

Жалпы алғанда, нарықтың ауқымының шектеулілігіне және қайталама нарық өтімділігінің қалыптасу кезеңінде болуына қарамастан, БҚБ-ның 2024–2026 жылдарға арналған жол картасы эмитенттер базасын дамыту, инвесторлардың қатысуын кеңейту және нарықтың операциялық дайындығын арттыру бойынша кешенді бастамаларды айқындайды.

⁸⁰ Baku Stock Exchange Trading Volume Surges 156% - Caucasus business journal, 2025

САЛЫСТЫРМАЛЫ ТАЛДАУ: ВЬЕТНАМ, БАӘ ЖӘНЕ ПОЛЬША

5

НЕГІЗГІ КӨРСЕТКІШТЕР



21.5%

2024 жылғы Польша акциялары нарықтық капитализациясының ЖІӨ-ге қатынасы — дамыған нарық ретінде жіктеледі



22%

2024 жылғы Қазақстан акциялары нарықтық капитализациясының ЖІӨ-ге қатынасы — шекаралық нарық ретінде жіктеледі

816 млрд. АҚШ долл.

2024 жылдың соңындағы Абу-Даби қор биржасының нарықтық капитализациясы, бұл 2020 жылғы 204 млрд АҚШ долларымен салыстырғанда айтарлықтай жоғары

71 млн. АҚШ долл.

2024 жылғы Қазақстандағы венчурлық қаржыландыру көлемі — осы жыл ішінде Орталық Азиядағы ең жоғары көрсеткіш

ҚЫСҚАША
МАЗМҰНЫ



402 эмитент

Варшава қор биржасының негізгі нарығында 2025 жылдың 3-ші тоқсанындағы жағдай бойынша

Қыркүйек 2026

FTSE нұсқасы бойынша Вьетнамды шекаралық нарықтан қайталама дамушы нарыққа қайта жіктеу шешімі өз күшіне енеді

Үш халықаралық траектория — Вьетнам, БАӘ және Польша — капитал нарықтарының шекаралық немесе дамушы мәртебеден жаһандық индекстердегі анағұрлым терең интеграция мен классификацияның жоғарылауына қалай қарай эволюцияланатынын нақты көрсетеді. Ортақ белгі — нарық өлшемі емес, институттардың сапасы, есептесулердің сенімділігі, инвесторлар үшін қолжетімділік және реттеудің жүйелілігі. Польшаның мысалы Қазақстан үшін өте маңызды: 2024 жылғы нарықтық капитализацияның ЖІӨ-ге қатынасы 21,5% құрап, қазақстандық 22% көрсеткішімен дерлік бірдей болса да, Польша дамыған нарық ретінде жіктеледі. Айырмашылық экономикалық ауқымда емес, операциялық толысу мен реттеушілік стандарттарға сәйкестікте жатыр.

5. САЛЫСТЫРМАЛЫ ТАЛДАУ:
ВЬЕТНАМ, БАӘ ЖӘНЕ ПОЛЬША

FTSE RUSSELL НҰСҚАСЫ БОЙЫНША ЕЛДЕРДІҢ ЖІКТЕЛУІ

5.1

Әлемдегі жетекші индекс-провайдерлердің бірі FTSE Russell елдердің капитал нарықтарын нарықтың қолжетімділігі, көлемі, өтімділігі және корпоративтік басқару стандарттары негізінде төрт санатқа жіктейді. Бұл жіктемелер халықаралық инвесторлар мен индекстік қорлар тарапынан портфельдік бөліністі қалыптастыру және бенчмарктер құру үшін кеңінен қолданылады.

Төрт санат:

1

Шекаралық нарықтар (Frontier Markets) — инфрақұрылымы, реттеуші базасы және инвесторларды қорғау тетіктері қалыптасу кезеңіндегі шағын әрі қолжетімділігі төмен нарықтар

2

Қайталама дамушы нарықтар (Secondary Emerging Markets) — шекаралық нарықтармен салыстырғанда анағұрлым жетілген, өтімділіктің, институционалдық инфрақұрылымның және шетелдік инвесторлар үшін қолжетімділіктің жақсаруымен сипатталатын, алайда әлі де бірқатар шектеулері бар нарықтар

3

Ілгері дамушы нарықтар (Advanced Emerging Markets) — реттеуші базасы дамыған, өтімділігі жоғары және корпоративтік басқару стандарттары жоғары қалыптасқан нарықтар, алайда әлі толық дамыған нарық деңгейіне жетпеген

4

Дамыған нарықтар (Developed Markets) — өтімділігі жоғары, толық қолжетімді, реттеуші және операциялық инфрақұрылымы озық, корпоративтік басқару стандарттары жоғары және шетелдік инвесторлардың қатысуы елеулі нарықтар

ЖІКТЕУ КРИТЕРИЙЛЕРІ

FTSE Russell елдерді бірнеше параметр бойынша бағалайды, соның ішінде:

Нарықтың қолжетімділігі — шетелдік инвесторлар үшін нарыққа кірудің, сауда жүргізудің және капиталды репатриациялаудың жеңілдігі, соның ішінде шот ашу, шетелдік меншікке қойылатын шектеулер және есеп айырысу тиімділігі.

Көлемі мен өтімділігі — нарықтық капитализация, айналым коэффициенттері, белсенді бағалы қағаздар саны және инвесторлардың қатысуы.

Реттеу ортасы — нарықты қадағалау сапасы, корпоративтік басқару стандарттары, инвесторларды қорғау және ашықтық.

Операциялық инфрақұрылым — сауда, клиринг және есеп айырысу жүйелері, соның ішінде электрондық платформалар, орталық депозитарийдің функционалдығы және халықаралық кастодиандарға қосылу.

Макроэкономикалық және саяси тұрақтылық — капитал нарықтарына әсер ететін жалпы экономикалық саясат, валютаның айырбасталымдылығы және саяси жағдайлар.

Классификацияның маңыздылығы

FTSE Russell елдерінің жіктелуі әр елдің нарығына жүргізілетін жан-жақты талдау қорытындысы бойынша жыл сайын жаңартылады. Жіктеудегі өзгерістер шетелдік инвестициялар ағынына, индекстерге енгізілуге және нарықтың жаһандық деңгейде танылуына елеулі әсер етуі мүмкін.

- Шекаралық нарықтан қайталама дамушы нарық мәртебесіне көтерілу халықаралық портфельдік инвестициялар ағынын ұлғайтуы мүмкін, өйткені индекстік қорлар мен институционалдық инвесторлар жаңа мәртебеге сәйкес өз позицияларын қайта қарайды.
- Мәртебенің төмендеуі немесе индекстер құрамынан шығарылу нарықтың танымалдығы мен өтімділігін төмендетуі мүмкін. Бұл корпоративтік басқару, ашықтық және операциялық көрсеткіштер стандарттарын сақтаудың маңызын көрсетеді.
- FTSE Russell стандартталған бағалау жүйесін ұсына отырып, инвесторларға нарықтарды жаһандық деңгейде салыстыруға, уақыт ішіндегі ілгерілеуді бақылауға және нарықтардың жетілуі мен қолжетімділігін бағалау негізінде активтерді бөлу жөнінде негізделген шешімдер қабылдауға мүмкіндік береді.

FTSE әдіснамасына сәйкес Қазақстан қазіргі уақытта қалыптасушы нарық ретінде жіктеледі. Бұл ел нарығының қазіргі даму деңгейін де, одан әрі өсу әлеуетін де көрсетеді. Неғұрлым жоғары санатқа өту үдерісі кезең-кезеңімен жүреді және бірнеше жылға созылуы мүмкін, өйткені ол кең ауқымды критерийлерге сәйкес келуді және ұзақ мерзімді тұрақты ілгерілеуді растауды талап етеді.

Нарықтың тереңдігі мен өтімділігіне қатысты мәселелер өзектілігін сақтағанымен, қайта жіктеу үдерісіне FTSE жүйесінің әдіснамалық ерекшеліктері де әсер етеді. Сонымен қатар Қазақстанның реттеуші ортаны нығайту, нарықтық инфрақұрылымды жетілдіру және шетелдік инвесторлар үшін қолжетімділікті жеңілдету бағытындағы оң қадамдары атап өтіледі.

5. САЛЫСТЫРМАЛЫ ТАЛДАУ:
ВЬЕТНАМ, БАӘ ЖӘНЕ ПОЛЬША

ВЬЕТНАМ

5.2

Вьетнамның қазіргі капитал нарығы бір реттік реформалар толқынының нәтижесінде емес, дәйекті институционалдық қайта құрулар арқылы біртіндеп қалыптасты. Бұл үдеріс 1992 жылы мемлекеттік кәсіпорындарды акционерлік қоғамдарға айналдырудан басталып, 1996 жылы Бағалы қағаздар жөніндегі мемлекеттік комиссияның (SSC) құрылуымен жалғасты.



ЖІӨ 478.4 млрд. АҚШ долл.

НАРЫҚТЫҚ
КАПИТАЛИЗАЦИЯ 204.6 млрд. АҚШ долл.

ҚЫЗЫҚТЫ ДЕРЕК

2000 жылы инвестициялық шоттардың 99%-ы бөлшек инвесторларға тиесілі болды

99%

5. САЛЫСТЫРМАЛЫ ТАЛДАУ:
ВЬЕТНАМ, БАӘ ЖӘНЕ ПОЛЬША

МАКРОЭКОНОМИКАЛЫҚ
ШОЛУ5.21

Институционалдық тұрғыдан Вьетнам екі биржалы модельді ұстанды. Хошимин қор биржасы (HOSE) 2000 жылы нарықтық капитализациясы жоғары компаниялардың акцияларымен сауда жасайтын негізгі алаң ретінде қалыптасты. Ал Ханой қор биржасы (HNX) 2005 жылы шағын компаниялардың бағалы қағаздарын орналастыруға және мемлекеттік облигациялармен сауда жасауға арналған алаң ретінде құрылды.

Уақыт өте келе реттеушілік шоғырландыру мен нарықтық инфрақұрылымды жаңғырту нарықтың бөлшектенуін азайтуға және оның операциялық тиімділігін арттыруға бағытталды. Бұл өзгерістер, әсіресе, шетелдік институционалдық инвесторлардың нарыққа қолжетімділігін жақсартуға ықпал етті.

Вьетнам сондай-ақ 2006 жылы Вьетнамның Бағалы қағаздар депозитарийін (VSD) құрды, Бағалы қағаздар туралы заңды бірнеше рет қайта қарады (соның ішінде 2010 және 2019 жылдары) және құралдарды әртараптандыру мен нарықтың жұмыс істеуін нығайтуға бағытталған кең ауқымды шаралар шеңберінде 2017 жылы қаржылық деривативтер нарығын іске қосты. Мұндай дәйекті қайта құрулар кейіннен Вьетнам индекс мәртебесінің жоғарылауын тек нарықтың циклдік динамикасының нәтижесі емес, нарықтың реттеушілік және институционалдық негізін көпжылдық нығайтудың нәтижесі ретінде қарастыруға мүмкіндік береді.⁸¹

Сурет 50

Вьетнам номиналды
ЖІӨ-сі, млрд АҚШ
доллары

Дүниежүзілік банк деректеріне сәйкес, Вьетнамның номиналды ЖІӨ-сі 2000 жылғы шамамен 31 млрд АҚШ долларынан 2023 жылы 400 млрд АҚШ долларынан асатын деңгейге дейін өсті. Бұл елдегі тұрақты индустрияландыруды, экспорт көлемінің ұлғаюын және ішкі тұтынудың кеңеюін көрсетеді.⁸² Бұл экспансия қаржылық делдалдықтың әлі де негізінен банктік сипатта сақталғанына қарамастан, әлеуетті эмитенттер базасын да, ішкі жинақтар көлемін де айтарлықтай кеңейтті.

Дереккөз: World Bank

- ЖІӨ, млрд АҚШ долл.
- Отандық листингтік компаниялардың нарықтық капитализациясы, млрд АҚШ долл.
- Нарықтық капитализацияның ЖІӨ-ге қатынасы, %



⁸¹ The Emerging Asia-Pacific Capital Markets: Challenges and Opportunities – CFA Institute Research Foundation

⁸² GDP (current US\$), Viet Nam – World Bank Group

5. САЛЫСТЫРМАЛЫ ТАЛДАУ:
ВЬЕТНАМ, БАӘ ЖӘНЕ ПОЛЬША

АКЦИЯЛАР
НАРЫҒЫНА ШОЛУ

5.2.2

Вьетнам акциялар нарығы тарихи тұрғыдан бөлшек инвесторлардың жоғары үлесімен сипатталды — 2000 жылы инвестициялық шоттардың 99% пайызы жеке тұлғаларға тиесілі болды, сондай-ақ өтімділіктің кезеңдік өсу толқындары байқалды, ал нарықты жаңғырту процесі институционалдық нығаюмен қатар жүргізілді⁸³.

Құрылымдық тұрғыдан Вьетнам акциялар нарығы әлі де келесі ерекшеліктермен сипатталады:



бөлшек инвесторлардың жоғары үлесімен

банктік, энергетикалық және инфрақұрылымдық сияқты стратегиялық секторларда мемлекеттік меншіктің елеулі үлесімен, бұл ретте ішінара жекешелендіру еркін айналыстағы акциялар үлесін біртіндеп арттырды

шетелдік инвесторлардың өсіп келе жатқан қызығушылығымен, бұл тарихи тұрғыдан экономикалық ауқымның жеткіліксіздігімен емес, акцияларды иеленуге қойылған шектеулермен және операциялық кедергілермен тежеліп келді

Абсолютті нарықтық капитализацияның өсуі өздігінен нарықтық жіктеуді айқындамайтынына қарамастан, FTSE Russell жүйесі «инвестициялық қолжетімділікке» (investability) ерекше мән береді — бұл халықаралық инвесторлардың позицияларға тиімді кіру, оларды ұстап тұру және ребаланс жүргізу бойынша практикалық мүмкіндігі ретінде анықталады.

БОРЫШТЫҚ
НАРЫҚҚА ШОЛУ

5.2.3

Вьетнам қаржы жүйесі әлі де негізінен банкке бағдарланған болып қала береді. Мемлекеттік облигациялар ішкі капитал нарықтарының негізін құрайды, бюджет тапшылығын қаржыландыру арнасы және ақша-кредит саясаты операцияларының құралы ретінде қызмет етеді, ал корпоративтік облигациялар нарығы кезең-кезеңімен дамып, кейіннен ашықтық пен инвесторларды қорғауды арттыруға бағытталған реттеуді күшейту салдарынан қысқарды⁸⁴.

Негізгі құрылымдық сипаттамаларға мыналар жатады:



ішкі борыштық нарықтың ең тұрақты әрі өтімді сегменті ретіндегі егемендік облигациялар

неғұрлым қолайлы қаржылық жағдайлар кезеңінде корпоративтік облигациялар нарығының өсуі, кейіннен корпоративтік басқару мәселелері мен инвесторларды қорғауға бағытталған реттеушілік назардың күшеюі аясында белсенділіктің төмендеуі

неғұрлым дамыған дамушы нарықтармен салыстырғанда ұлттық валютадағы борыштық құралдар нарығында шетелдік қатысудың шектеулі рөлі

⁸³ The Emerging Asia-Pacific Capital Markets: Challenges and Opportunities – CFA Institute Research Foundation

⁸⁴ Unlocking the Potential of Viet Nam’s Capital Markets – The World Bank, 2023

5. САЛЫСТЫРМАЛЫ ТАЛДАУ:
ВЬЕТНАМ, БАӘ ЖӘНЕ ПОЛЬША

FTSE НАРЫҚТАРЫНЫҢ ЖІКТЕЛУІ:
ШЕКАРАЛЫҚ НАРЫҚТАН ҚАЙТАЛАМА
ДАМУШЫ НАРЫҚҚА ӨТУ ЖӘНЕ ОНЫҢ
ҚАЗАҚСТАН ҮШІН САЛДАРЫ

5.2.4

FTSE Russell 2025 жылы қайта жіктеу туралы шешімді растады және өзгерістер FTSE материалдарында сипатталған индексті енгізу кестесіне сәйкес 2026 жылғы қыркүйектен бастап күшіне енуі жоспарланғанын мәлімдеді.⁸⁵ FTSE Russell-дың Вьетнамды қайта жіктеу жөніндегі материалдары мәртебенің жоғарылауы нарық көлемінен гөрі оның қолжетімділігі мен елдерді жіктеу жүйесіне сәйкес операциялық «инвестициялық тартымдылығын»

көрсететінін айғақтайды. Қайта жіктеу ел FTSE акциялар нарықтарын жіктеу жүйесінде (FTSE Equity Country Classification Framework) белгіленген барлық критерийлерге сәйкес келген жағдайда жүзеге асырылады. Осы критерийлер бойынша бағалау кезінде әртүрлі нарықтар өздерінің институционалдық, реттеушілік және операциялық ерекшеліктеріне байланысты әртүрлі салаларда шектеулерге тап болуы мүмкін

Бұл нәтиже Вьетнамның кеңірек экономикалық, реттеушілік және институционалдық контексті қалыптастырған траекториясын көрсеткенімен, FTSE Russell-дың қайта жіктеу туралы хабарламасы жіктеу процесі шеңберінде бағаланатын нарықтың операциялық тиімділігін жақсарту сипатын көрсететін нақты шаралардың шектеулі тобына назар аударады.

Қайталама дамушы нарық мәртебесіне қайта жіктеу, әдетте, капиталды бөлуге әсер етуі мүмкін индекстерге енгізу критерийлеріндегі өзгерістермен қатар жүреді. Атап айтқанда, FTSE Emerging индекстеріне енгізілуі:

осы бенчмарктерді қадағалайтын пассивті стратегиялар үшін нарықтың маңыздылығын арттырады

дамушы нарықтарға инвестициялайтын, бірақ шекаралық нарықтарға инвестиция салуды көздемейтін белсенді басқарушылардың инвестициялық мандаттарына нарықты енгізу мүмкіндіктерін кеңейтеді⁸⁷

Вьетнам FTSE акциялар нарықтарын жіктеу жүйесі шеңберінде қайталама дамушы нарық мәртебесін алу үшін барлық критерийлерді орындады. FTSE Russell өзінің қайта жіктеу жөніндегі материалдарында келесі жетістіктерді ерекше атап өтеді⁸⁶:

шетелдік институционалдық инвесторлар (FII) үшін алдын ала қаржыландыру талабын алып тастау және алдын ала қаржыландырусыз модельді (NPF) енгізу

аяқталмаған мәмілелерді реттеудің формалдандырылған процесін құру

мандаттарына нарықты енгізу мүмкіндіктерін кеңейтеді; Вьетнам тәжірибесі Қазақстан үшін маңызды, себебі ол нарықтық инфрақұрылымды, инвесторлардың қолжетімділігін және операциялық рәсімдерді дәйекті түрде жетілдіру елдің индекстік жіктелуіне қалай әсер ете алатынын көрсететін мысал болып табылады. Осы контексте бірнеше ұқсастықты бөліп көрсетуге болады:

Нарықтың ауқымы маңызды болғанымен, өздігінен шешуші фактор болып табылмайды: Вьетнам экономикасының өсуі капитал нарығын тереңдету үшін әлеует қалыптастырды, алайда FTSE Russell қайта жіктеуі экономиканың өз өсімінен емес, нақты реттеушілік және операциялық жақсартулардың нәтижесі болды.

Нарықтың қолжетімділігі мен инвестициялық тартымдылығы саласындағы ілгерілеу қайта жіктеу үшін жеткілікті болды, бұл ретте қаржы жүйесі әлі де негізінен банкке бағдарланған күйінде қалып отыр, ал борыштық нарықтың дамуы сегменттер бойынша біркелкі емес.

Реформалардың дәйектілігі маңызды: Вьетнам тәжірибесі нарықтың қолжетімділігін, есеп айырысулардың сенімділігін және реттеушілік айқындықты жақсарту кейінгі құралдарды әртараптандыру үшін негіз болғанын көрсетеді.

Қайта жіктеу реформалардың дәйекті ілгерілеуімен айқындалады: FTSE Russell шешімі жекелеген реформаның немесе нарықтық конъюнктурадағы қысқа мерзімді өзгерістің нәтижесін емес, жинақталған реттеушілік және операциялық жақсартуларды көрсетеді.

FTSE Russell сондай-ақ қайта жіктеу 2026 жылғы наурызда аралық қайта қарауға жататынын атап өтеді. Аталған қайта қарау келесі мәселелерге шоғырланатын болады:

индексті репликациялау (index replication) және халықаралық инвестициялық қоғамдастықтың қажеттіліктерін қанағаттандыру үшін қажетті шарт болып табылатын жаһандық брокерлер үшін қолжетімділіктің расталған тиімділігіне

⁸⁵ Reclassification of Vietnam from Frontier to Secondary Emerging Market Status, FAQ

⁸⁶ FTSE Russell announces results of September 2025 semi-annual country classification review for equities and fixed income

⁸⁷ Vietnam's Upgrade to Emerging Market Status – The Diplomat, 2025

5. САЛЫСТЫРМАЛЫ ТАЛДАУ:
ВЬЕТНАМ, БАӘ ЖӘНЕ ПОЛЬША

БАӘ

5.3

Әбу-Даби капитал нарығының дамуы соңғы онжылдықта қаржы нарықтарын тереңдетуге және мұнайлық емес экономикалық қызметті кеңейтуге бағытталған саясат аясында белсенді түрде ілгерілеген эмиратты әртараптандырудың ұзақ мерзімді күн тәртібімен тығыз байланысты.

НАРЫҚТЫҚ КАПИТАЛИЗАЦИЯ

816.3 млрд. АҚШ долл.

ҚЫЗЫҚТЫ ДЕРЕК

Соңғы 4 жылда аймақтың стартаптары 11 млрд АҚШ долларын тартты — бірақ олардың 7,5%-дан азы инвесторлардың шығуын (exit) қамтамасыз етті, бұл ретте шығулардың шамамен 98%-ы жеке мәмілелер (private сделки) арқылы жүзеге асырылды

~98%

5. САЛЫСТЫРМАЛЫ ТАЛДАУ:
ВЬЕТНАМ, БАӘ ЖӘНЕ ПОЛЬША

МАКРОЭКОНОМИКАЛЫҚ ШОЛУ5.3.1

Oxford Business Group (2020)⁸⁸ деректері бойынша, жалғасып жатқан реттеушілік реформалар — соның ішінде листинг қағидаларын, ақпаратты ашу тәжірибесін және нарықтық инфрақұрылымды жетілдіру — Әбу-Даби қор (ADX) биржасының біртіндеп тереңдеуіне ықпал етіп, жергілікті әрі шетелдік инвесторлардың неғұрлым кең қатысуын ынталандырды. 2000 жылы БАӘ капитал нарығының бастапқы реформалары аясында құрылған Әбу-Даби қор биржасы (ADX) 2015 жылы іске қосылған жалпы құқыққа негізделген қаржы орталығы — Әбу-Даби жаһандық нарығы (ADGM) қатарында жұмысын жалғастырды. Мұндай институционалдық модель Әбу-Дабиге ішкі нарықтағы капитал қалыптастыруды да, сондай-ақ жаһандық қаржы орталықтарының стандарттарына сәйкес келетін қағидаттар негізінде жұмыс істейтін Әбу-Даби жаһандық нарығы (ADGM) аясындағы халықаралық қаржылық қызметті де қолдауға мүмкіндік береді.

Oxford Business Group сондай-ақ неғұрлым ауқымды институционалдық реформалар мен қосалқы құқықтық және қадағалау тетіктерінің дамуын атап өтеді, олар жиынтығында нарық тереңдігінің өсуіне және тұрақты сауда белсенділігіне ықпал етті. Құрылғанына 25 жыл толуына орай қабылданған стратегия аясында Әбу-Даби қор биржасы (ADX) өнімдер желісін одан әрі кеңейтуді, посттрейдингтік инфрақұрылымды нығайтуды және жаһандық инвесторлар арасындағы танымалдылықты арттыруды мақсат етеді.⁸⁹ Жалпы алғанда, аталған реттеушілік, институционалдық және стратегиялық өзгерістер Әбу Дабидің өзін БАӘ нарығындағы неғұрлым кең реформалармен және халықаралық стандарттармен үйлесімділікті сақтай отырып, бәсекеге қабілетті өңірлік капитал нарықтары орталығы ретінде орнықтыруының негізін қалыптастырады.

НАРЫҚТЫ ЖІКТЕУ ЖӘНЕ ХАЛЫҚАРАЛЫҚ ПОЗИЦИЯЛАУ5.3.2

Халықаралық позициялау тұрғысынан алғанда, 2010 жылы БАӘ нарығының, соның ішінде Әбу-Даби қор биржасы (ADX), FTSE Russell жіктемесінде қайталамаі дамушы нарық (Secondary Emerging Market) мәртебесіне көтерілуі маңызды кезең болды. Бұл шешім реттеушілік ашықтықтағы, есеп айырысу инфрақұрылымындағы және

шетелдік инвесторлардың нарыққа қолжетімділік шарттарындағы прогресті көрсетті.⁹⁰ БАӘ 2025 жылғы FTSE Russell елдік классификациясын жаңарту⁹¹ нәтижесіне сәйкес, қайталама дамушы нарық (Secondary Emerging Market) мәртебесін сақтап қалды.

⁸⁸ Will regulatory reform deepen Abu Dhabi's capital markets? – Oxford Business Group, 2020

⁸⁹ Abu-Dhabi Market ADX: Phoenix Of The Desert For A Quarter Of A Century – Finews, 2025

⁹⁰ UAE gets emerging market tag from FTSE Group – Reuters, 2010

⁹¹ FTSE Equity Country Classification September 2025 Announcement

АКЦИЯЛАР
НАРЫҒЫНА ШОЛУ

5.3.3

Әбу-Даби акциялар нарығы соңғы 3–5 жылда қарқынды өсті, оған ірі листингтердің толқыны және бөлшек әрі институционалдық инвесторлардың белсенді қатысуының артуы ықпал етті.

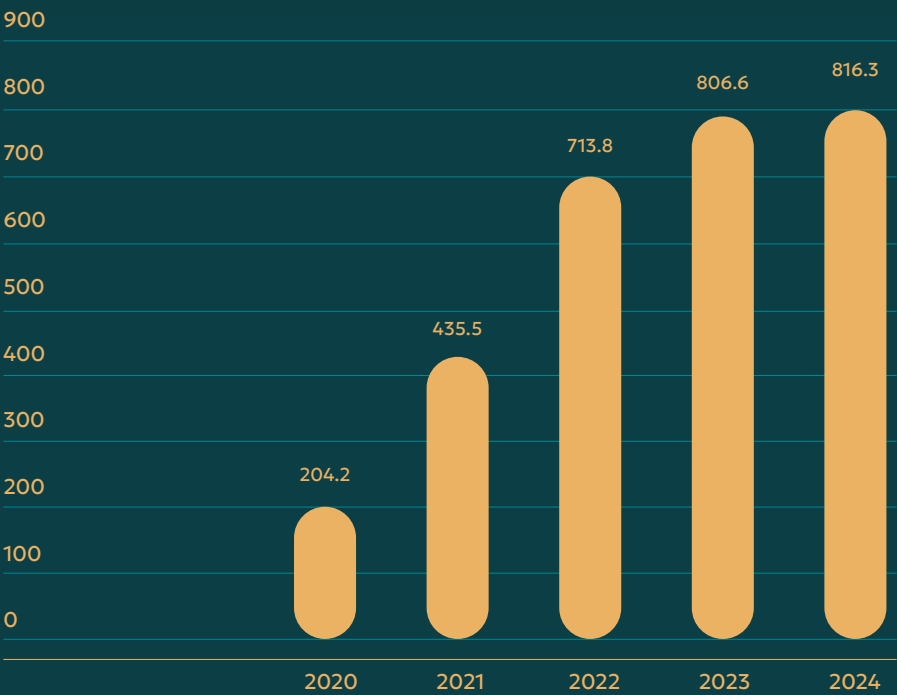
Акциялар нарығының негізгі ерекшеліктері:

Сурет 51

ADX нарығының
капитализациясы, млрд
АҚШ доллары

Нарықтық капитализация көрсеткіштері бұл шектеуді нақты көрсетеді. Акциялар нарығының жиынтық капитализациясы абсолюттік мәнде де, ЖІӨ-ге шаққандағы пайыздық қатынаста да төмен деңгейде қалып отыр, бұл листингтен өткен эмитенттер санының аздығымен де, жария айналымдағы акциялар үлесінің шектеулілігімен дәлелденеді. Листингтік компаниялардың басым бөлігі — қазіргі уақытта инвесторлардың қатысуы барынша аз, жекешелендірудің алғашқы кезеңдерінен қалған эмитенттер.

Дереккөз: Exchange-rates.org; Emirates News Agency – WAM;



Әбу-Даби қор биржасы (ADX) акциялар нарығы 2020–2024 жылдар аралығында айтарлықтай өсіп, нарықтық капитализацияның елеулі ұлғаюын көрсетті. Бұл өсім стратегиялық бастамалар кешенімен, IPO белсенділігімен және инвесторлардың, соның ішінде бөлшек және институционалдық қатысушылардың, артып келе жатқан қатысуымен қолдау тапты. Биржаның капитализациясы екі еседен астам өсті: 2020 жылы 204 млрд АҚШ доллары (750 млрд БАӘ дирхамы)-нан 2021 жылы 435 млрд АҚШ доллары (1,6 трлн БАӘ дирхамы)-на дейін, ал 2024 жылдың соңына қарай 816 млрд АҚШ доллары деңгейіне жетті⁹².

Бұл өсім келесі негізгі факторлармен түсіндірілді:

● **Ірі IPO-лар мен бастапқы жария орналастырулар (IPO)** 2020–2021 жылдары биржаның нарықтық ауқымын кеңейтуде шешуші рөл атқарды. Ірі орналастырулардың қатарында Abu Dhabi Ports, Fertiglobe, ADNOC Drilling, Alpha Dhabi Holding, Multiply Group және Borouge бар.⁹³

● **Биржаның «ADX One» стратегиясы:** 22 жобаны қамтитын және 2021 жылы іске қосылған «ADX One» стратегиясы листингке ынталандыру, сауда комиссияларын төмендету және инновациялық өнімдерді енгізу арқылы өтімділікті арттыруға бағытталды — атап айтқанда, деривативтер нарығы және FTSE Russell компаниясымен бірлескен индекстер, соның ішінде FTSE ADX Growth Market Index.

● **2022 жылы Әбу-Даби қор биржасында Growth Market ребрендингі** (бұрынғы қайталама нарық) іске қосылып, жеке компаниялар мен ерте өсу

кезеңіндегі компаниялар үшін мамандандырылған платформа құрылды. Бұл олардың капитал нарығына шығуын жеңілдетіп, өтімділікті арттыруға ықпал етті. Платформа компанияларға IPO өткізбей-ақ, биржада акцияларды тікелей листингтеу арқылы инвесторлар базасына қол жеткізуге мүмкіндік береді.⁹⁴

● **Шетелдік және институционалдық инвестициялар:** 2022 жылы Әбу-Даби қор биржасына шетелдік инвестициялардың таза ағыны шамамен 6,53 млрд АҚШ долларын құрады, ал институционалдық инвесторлар тарапынан таза инвестициялар шамамен 2,18 млрд АҚШ долларына жетті, бұл отандық және шетелдік инвесторлар тарапынан жоғары сенім деңгейін көрсетеді.⁹⁵

● **Нарық динамикасы және сауда белсенділігі:** FTSE ADX General индексі 2022 жылы 20% пайыздан

астам өсіп, өңірдегі ең жоғары нәтижелердің бірін көрсетті. Бұл өсім сауда көлемінің артуымен және шамамен 122,7 млрд . АҚШ доллары көлеміндегі жиынтық сауда құнымен қамтамасыз етілді Тұрақты импульс 2024 жылы да сақталды: Әбу-Даби қор биржасында 90 млрд-тан астам акция бойынша мәмілелер жасалып, 4,655 млн-нан астам транзакция тіркелді. доллары көлеміндегі жиынтық сауда құнымен қамтамасыз етілді.

Жалпы алғанда, мақсатты саяси бастамалар, IPO белсенділігі, шетелдік және институционалдық инвесторлардың қатысуы, сондай-ақ нарықтық механизмдерді жетілдірудің үйлесімі Әбу-Даби қор биржасының нарықтық капитализациясын тарихи максимумдарға жеткізіп, Әбу-Дабидің Парсы шығанағы өңіріндегі жетекші инвестициялық орталық ретіндегі позициясын нығайтты.

⁹² UAE stock markets post AED257 bn market cap growth driven by strong economy – WAM, 2024

⁹⁴ ADX unveils rebranded Growth Market to encourage private sector listings - Emirates News Agency – WAM, 2022

⁹⁵ ADX gained over 20%, DFM 4.4% in 2022: CBUAE’s Financial Stability Report - Emirates News Agency – WAM, 2023

⁹³ ADX’s market capitalisation grew by 25% - Emirates News Agency – WAM, 2022

5. САЛЫСТЫРМАЛЫ ТАЛДАУ:
ВЬЕТНАМ, БАӘ ЖӘНЕ ПОЛЬША

БОРЫШТЫҚ
НАРЫҚҚА ШОЛУ

5.3.4

Әбу-Дабидің борыш капиталы нарықтары
егемендік және квазиегемендік
эмитенттермен айқындалады.

Әбу-Дабидің қор биржасында облигациялар, сукук және нот
сегменттерінде расталған эмитенттерге мыналар жатады⁹⁶:



- Әбу-Дабидің үкіметі
 - ADQ — Әбу-Дабидің инвестициялық холдинг компаниясы (ADQ)
 - Aldar Investments
 - Aldar Properties
- Etisalat Group
 - Бірінші Әбу-Дабидің Банкі (FAB)
 - Масдар (Әбу-Дабидің болашақ энергия компаниясы)
 - Мубадала Даму Компаниясы (MDGH)
- TAQA (Әбу-Дабидің ұлттық энергетикалық компаниясы).
 - ADNOC Distribution (Әбу-Дабидің ұлттық мұнай компаниясының дистрибуциясы).

Бұл эмитенттер құрамы жоғары сапалы базаны көрсетеді, онда мемлекетпен тығыз байланысы бар құрылымдар басым болып келеді — бұл ШЫК (Шығанақ Ынтымақтастығы Кеңесі) нарықтарына тән сипат және инвесторлардың жоғары сенім деңгейі мен тұрақты сұраныстың қалыптасуына ықпал етеді.

2024 жылғы негізгі
оқиғалардың бірі — Әбу-
Дабидің қор биржасында
шамамен 5 млрд АҚШ
доллары көлеміндегі
Әбу-Дабидің мемлекеттік
облигацияларының
листингке енгізілуі болды,
олар үш транш арқылы
орналастырылды⁹⁷:



- 1,75 млрд АҚШ
доллары көлеміндегі
облигациялар
жылдық 4,875%
купондық
мөлшерлеменен
орналастырылып,
2029 жылы
өтелетін мерзіммен
шығарылды
1,5 млрд АҚШ
- доллары көлеміндегі
облигациялар
жылдық 5,0%
купондық
мөлшерлеменен
орналастырылып,
2034 жылы
өтелетін мерзіммен
шығарылды
- 1,75 млрд АҚШ
доллары көлеміндегі
облигациялар
жылдық 5,5%
купондық
мөлшерлеменен
орналастырылып,
2054 жылы
өтелетін мерзіммен
шығарылды

Мұндай көлемдегі егемендік орналастыру инвесторлардың Әбу-Дабидің кредиттік сапасына жоғары сенімін көрсетеді және оның капитал нарықтарының одан әрі тереңдеуіне ықпал етеді. Әртүрлі өтеу мерзімдері бар — орта және ұзақ мерзімді — облигацияларды орналастыру арқылы Әбу-Дабидің егемендік кірістілік қисығын қалыптастыруды жалғастырып отыр. Бұл корпоративтік эмиссиялардың бағасын белгілеу үшін негізгі бағдарларды қамтамасыз етеді және инвесторларға дюрацияны (мерзімдік тәуекелді) неғұрлым күрделі деңгейде басқаруға

мүмкіндік береді. 30 жылдық транштың болуы нарықтың ұзақ дюрациялы құралдарды орналастыру қабілетін көрсетеді, бұл нарықтың тереңдеуінің артуының және ұзақ мерзімді инвесторлар тарапынан сұраныстың кеңейуінің индикаторы болып табылады.

Бұл листингтер ADX-тің тұрақты табысты құралдар платформасын кеңейту және қолжетімді актив сыныптарын әртараптандыру жөніндегі стратегиялық бағытын, нарықты дамыту жөніндегі кең ауқымды күн тәртібі шеңберінде, қолдайды.

⁹⁶ ADX.ae

⁹⁷ ADX lists \$5 billion bonds issued by Abu Dhabi Government - Emirates News Agency – WAM, 2024

5. САЛЫСТЫРМАЛЫ ТАЛДАУ: ВЬЕТНАМ, БАӘ ЖӘНЕ ПОЛЬША

КЕЙС: ӘБУ-ДАБИ КАПИТАЛ НАРЫҒЫН ДАМУДАҒЫ ВЕНЧУРЛЫҚ КАПИТАЛДЫҢ РӨЛІ ЖӘНЕ ҚАЗАҚСТАН ҮШІН ҚОРЫТЫНДЫЛАР

Венчурлық капиталдың дамуы капитал нарығының жағдайымен тығыз байланысты. Венчурлық инвесторлар әдетте технологиялық компанияларды бастапқы кезеңдерінде қаржыландырады және кейіннен инвестициялардан шығу арқылы пайда табуды көздейді. Мұндай шығу тәсілдерінің негізгі нұсқалары — стратегиялық инвесторға сату, қайталама мәміле немесе IPO арқылы нарыққа шығу.

Егер жария орналастыру нарығы шектеулі болса немесе тез өсіп келе жатқан технологиялық компаниялардың қажеттіліктеріне жеткілікті түрде бейімделмеген болса, инвесторларға жобалардан қолайлы мерзімде шығу қиынырақ болады. Бұл инвестицияларды ұстау мерзімін ұзартады, капиталдың қайтарылуын баяулатады және оның жаңа жобаларға қайта бағытталуын тежейді. Сондықтан капитал нарығының тереңдігі, инфрақұрылым сапасы және шығу механизмдерінің болуы елдің венчурлық экожүйесінің ауқымы мен тұрақтылығына тікелей әсер етеді.

Қазақстан үшін бұл бақылаулар практикалық маңызға ие. Стартап және венчурлық экожүйе елде кеңейіп, біртіндеп халықаралық сипат алып келеді, алайда оның одан әрі дамуы кеш кезеңдегі қаржыландырудың қолжетімділігіне және инвесторлар үшін шығу механизмдеріне байланысты. Қазіргі уақытта инвестициялардан шығу негізінен жеке мәмілелер арқылы жүзеге асырылады, ал өсу сатысындағы технологиялық компаниялар үшін ашық нарықтың мүмкіндіктері шектеулі болғандықтан, капиталдың жаңа жобаларға қайта бағытталуы баяулауы мүмкін.

Осы тұрғыда Әбу-Даби тәжірибесі Қазақстан үшін әмбебап түрде тікелей қолданылатын үлгі ретінде емес, венчурлық экожүйе мен IPO нарығы дамыған сайын өзекті бола түсетін мәселелер бойынша практикалық бағдар ретінде маңызды. Әбу-Дабиде өсу сатысындағы компаниялар үшін шығу механизмі ретінде IPO-ның практикалық қолданылуына қатысты нақты күн тәртібі қалыптасып үлгерді. Бұл тәжірибе мұндай өтудің шарттарын алдын ала айқындауға мүмкіндік береді: капитал нарығының

тереңдігін, түсінікті листинг жүйесін және компания биржаға шыққаннан кейінгі акциялардың өтімділігін. Abu Dhabi Global Market, London Stock Exchange Group және Shorooq Partners қатысқан дөңгелек үстел барысында қатысушылар өңірлік капитал нарықтары экожүйесіне өзін-өзі бағалау жүргізді. Әбу-Даби және жалпы Таяу Шығыс пен Солтүстік Африка (MENA) өңірі тез дамып келе жатқан, бірақ әлі де шығу (exit) мүмкіндіктері шектеулі венчурлық капитал экожүйесін білдіреді.⁹⁸ Өңір стартаптары жалпы шамамен 11 млрд АҚШ долларын тартқанына қарамастан. Өңір стартаптары соңғы төрт жылда жалпы шамамен 11 млрд АҚШ долларын тартқанына қарамастан, олардың 7,5% пайыздан азы ғана инвесторлардың капиталдан шығуымен аяқталған. Бұл ретте шамамен 98% пайыз шығу мәмілелері жеке келісімдер арқылы, негізінен бірігу және жұтылу (M&A) форматында жүзеге асқан, ал жария орналастырулар арқылы емес. IPO әлі де стартаптар үшін ұзақ әрі күрделі процесс болып қала береді.

⁹⁸ Capital Markets as a viable path for exits in MENA – Shorooq, London stock exchange, ADGM, 2024

үшін шығу механизмі ретінде азырақ қолжетімді болуы мүмкін.

3 Үшіншіден, MENA өңірі нарықтары арасындағы айырмашылықтар IPO өткізу

туралы шешім қабылдауды қиындатады. Өңірдегі биржалардың реттеушілік жүйелеріндегі, листинг талаптарындағы және нарықтық тәжірибедегі айырмашылықтар мәмілені дайындау және жүзеге асыру

тәуекелдерін арттырады, сондай-ақ капиталдан шығу бойынша жеке мәмілелермен салыстырғанда өңірлік ашық нарықтардың тартымдылығын төмендетуі мүмкін.

Осы тұжырымдар БАӘ мен жалпы MENA өңірі үшін өсу сатысындағы компанияларды IPO арқылы шығару механизмі бірнеше шарттарға тәуелді екенін көрсетеді: жоғары өтімділік, листинг талаптарының түсініктілігі және орналастырудан кейін акциялардың белсенді саудасы. Салыстыру үшін қатысушылар Лондон қор биржасының Альтернативті инвестициялық нарығы (AIM) тәжірибесін де қарастырды, ол өсу сатысындағы компаниялар үшін ашық нарыққа қолжетімділіктің анағұрлым бейімделген моделін ұсынады.

Өзін-өзі бағалау (self-assessment) нәтижелері негізінде қатысушылар венчурлық инвесторлар мен компания құрылтайшылары үшін IPO-ның (ашық нарыққа шығу) шығу механизмі ретіндегі практикалық қолданылуын арттыруға мүмкіндік беретін бірқатар ұсынымдар қалыптастырды:

Қазақстан жағдайында стартап және венчурлық экожүйе кеңейіп келеді: ерте кезеңдегі белсенділік артып, компаниялардың едәуір бөлігі өңірлік немесе жаһандық нарықтарға бағдарлануда.

1 IPO-дан кейін өтімділікті қолдау механизмдері, соның ішінде қайталама орналастырулар және сұраныс пен ұсыныс теңгерімін сақтау шаралары, биржаға шығу кезінде тек бастапқы капитал тартуға ғана назар аударудың орнына маңызды болып табылады.

2 РЕТТЕУШІЛІК ИКЕМДІЛІК, атап айтқанда тез өсіп келе жатқан технологиялық компаниялар үшін табыстылыққа қойылатын талаптарды азайту немесе алып тастау.

3 ӨҢІРДІҢ МЕНА КОМПАНИЯЛАРЫНА ІРІ КАПИТАЛ ПУЛДАРЫНА ҚОЛ ЖЕТКІЗУГЕ МҮМКІНДІК БЕРЕ ОТЫРЫП, өңірлік байланыстарды сақтайтын қосымша листинг алаңы ретінде халықаралық биржаларды пайдалану.

4 ТЕХНОЛОГИЯЛЫҚ IPO МӘСЕЛЕЛЕРІ БОЙЫНША ИНВЕСТИТОРЛАРМЕН ЖҰМЫСТЫ ЖАЛҒАСТЫРУ, сенімділікті нығайту және жергілікті инвесторлардың қатысуын кеңейту мақсатында.

5 МЕМЛЕКЕТТІК ҚОЛДАУ КӨРСЕТІЛЕТІН ҚОРЛАР АРҚЫЛЫ IPO-ҒА ДАЙЫН КОМПАНИЯЛАР ПУЛЫН НЫҒАЙТУ, олардың өсуі мен кеш кезеңдегі масштабталуын қолдау есебінен жүзеге асырылатын бастамалар

Осы өзін-өзі бағалау нәтижелері бойынша БАӘ мен кеңірек MENA өңіріндегі IPO-ның өміршеңдігіне әсер ететін келесі құрылымдық қиындықтар анықталды:



1 Ең алдымен, негізгі құрылымдық шектеу — өтімділік болып қала береді. Нарық қатысушылары аймақтық капитал нарықтары әлі де жеткілікті терең және өтімді емес екенін, сондықтан технологиялық компанияларды айтарлықтай көлемде орналастыруға және IPO-дан кейін белсенді қайталама сауданы қолдауға жеткіліксіз екенін атап өтеді. Бұл бастапқы инвесторлардың салған қаражатын монетизациялау және капиталды қайтадан стартап-экожүйеге бағыттау мүмкіндіктерін шектейді.

2 Екіншіден, БАӘ-де өсу сатысындағы компаниялар үшін IPO-ға шығудың талаптары әлі де жоғары болып қала береді. Нарық қатысушылары жекелеген талаптардың эмитенттің қаржылық нәтижелеріне байланысты екенін атап өтеді. Олардың қатарына кейбір эмитент санаттары үшін соңғы екі қаржы жылы бойынша пайдасының болуы талабы, сондай-ақ компанияны акционерлік қоғамға айналдыру кезінде операциялық

пайданың ең төменгі көрсеткіштерін сақтау талаптары кіреді. Бұл параметрлер венчурлық капитал есебінен қаржыландырылатын компаниялардың профиліне әрдайым сәйкес келе бермейді, өйткені мұндай компаниялар көбінесе табыстылықтың ерте кезеңіндегі тұрақты пайдадан гөрі табыс өсіміне, бизнесті масштабтауға және клиенттік базаны кеңейтуге басымдық береді. Нәтижесінде ішкі IPO өсу сатысындағы компаниялар

Өзекті индикаторларға мыналар жатады⁹⁹:



1 000+ белсенді стартап — бұл экожүйенің бірнеше ғана ең танымал жобалармен шектелмей, компаниялардың кең ауқымын қамтитынын көрсетеді;

50+ инвестор — халықаралық қорлардың нүктелік қатысуымен қатар жергілікті қаржыландыру базасының біртіндеп тереңдеп келе жатқанын көрсетеді;

2024 жылы 71 млн АҚШ доллары көлеміндегі венчурлық қаржыландыру — абсолюттік мәнде көрсеткіш әлі де орташа деңгейде екенін, алайда экожүйе динамикасы мен кейінгі қаржыландыру раундтарына деген қажеттілік тұрғысынан маңызды екенін көрсетеді;

Жергілікті стартаптардың интернационалдануының күшеюі — шетелдік клиенттерді тартуға, серіктестіктерді дамытуға және инвесторлармен өзара іс-қимылды кеңейтуге басымдықтың артып келе жатқанын көрсетеді.

⁹⁹ Venture Capital in Central Asia, 2nd edition – RISE Research, 2024

5. САЛЫСТЫРМАЛЫ ТАЛДАУ:
ВЬЕТНАМ, БАӘ ЖӘНЕ ПОЛЬША

5.3.5

Мұндай динамика қаржыландыруға деген қажеттіліктері ұлғайған сайын есіп келе жатқан компанияларды қолдай алатын капитал нарығы тетіктерін дамыту қажеттілігінің маңызын күшейтеді — ерте кезеңдегі раундтардан бастап кейінгі сатыларда ірі капитал тартуға дейін.

Сонымен қатар, ерте кезеңдердегі динамикадан кейінгі сатыларда капиталды босатуға көшу әлі де шығу жолдарына қатысты құрылымдық шектеулермен тежелуде¹⁰⁰:



Бірігу және жұтылу мәмілелері, сондай-ақ үлестерді ішінара сату инвестициядан шығудың негізгі тәсілдері болып қала береді.

Биржалық нарықтар әзірге венчурлық капиталмен қаржыландырылатын компаниялардың шығу алаңы ретінде табиғи платформа болып қалыптасқан жоқ.

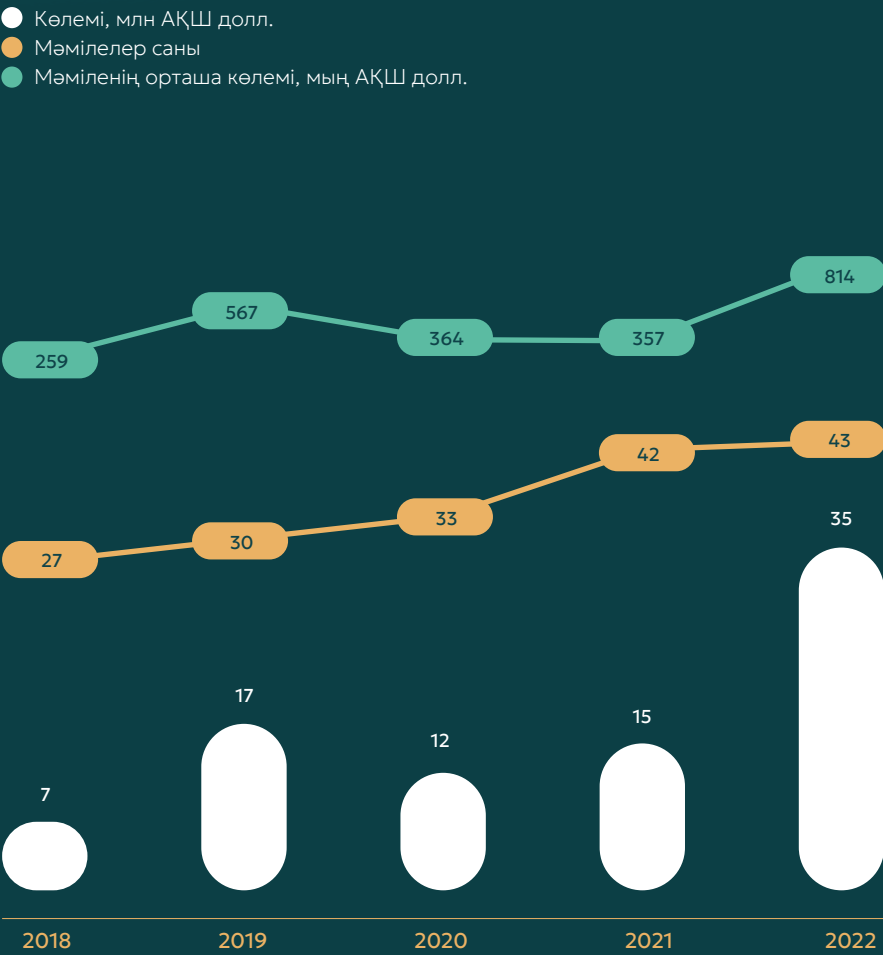
¹⁰⁰ Venture Capital Market Overview in Kazakhstan – Most, 2023

Сурет 52

2018–2022 жылдардағы жыл сайынғы бақыланған венчурлық мәмілелердің көлемі мен саны

Институционалдық шектеулер қаржыландыру туралы деректер мен мәмілелер құрылымында айқын көрінеді. 2018–2022 жылдар аралығында Қазақстандағы стартаптар 175 венчурлық мәміле аясында шамамен 87 млн АҚШ долларын тартты. Жыл сайынғы көлемдер шамамен 7 млн АҚШ долларынан (2018 жыл) шамамен 35 млн АҚШ долларына дейін (2022 жыл) өсті, ал жылдық мәмілелер саны 27-ден 43-ке дейін артты. Бұл ерте кезеңдердегі белсенділіктің кеңейіп жатқанын көрсетеді, алайда абсолюттік мәндегі жалпы ауқым әлі де орташа деңгейде қалып отыр¹⁰¹.

Дереккөз: MOST - Venture Capital Market Overview in Kazakhstan, 2023



¹⁰¹ Venture Capital Market Overview in Kazakhstan – Most, 2023

Сурет 53

Елдер бойынша венчурлық қаржыландыру көлемі, млн АҚШ доллары

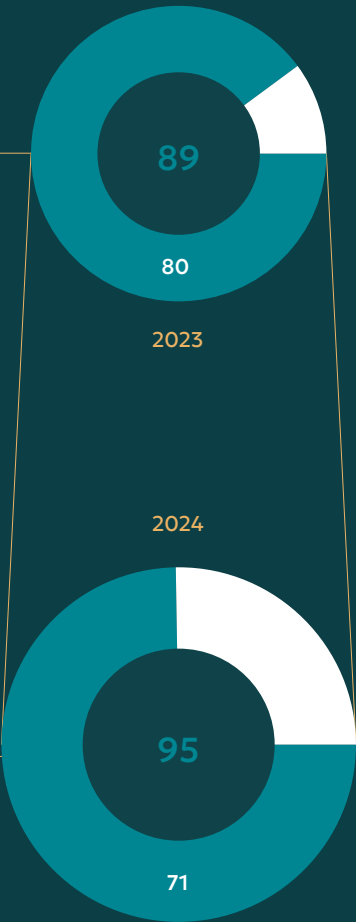
Соңғы деректер Қазақстандағы венчурлық қаржыландыру көлемі 2024 жылы 71 млн АҚШ долларына жеткенін көрсетеді, бұл оны аталған жылы Орталық Азиядағы ең ірі венчурлық капитал нарығына айналдырды. Тұтастай алғанда, өңір бойынша (Орталық Азияның төрт елі) 2024 жылғы венчурлық қаржыландыру көлемі шамамен 95 млн АҚШ долларын құрап, 2023 жылғы шамамен 89 млн АҚШ долларымен салыстырғанда өсті. Бұл венчурлық капитал қолдайтын компаниялар санының есіп келе жатқанын көрсетеді, олар үшін уақыт өте келе кейінгі кезеңдердегі қаржыландыру мен инвесторлар үшін шығу тетіктері маңызды бола түседі¹⁰².

Дереккөз: Venture Capital in Central Asia, 2024

● Қазақстанда

Жалпы Орталық Азияда

Жалпы Орталық Азияда



¹⁰² Venture Capital in Central Asia, 2nd edition – RISE Research, 2024

5. САЛЫСТЫРМАЛЫ ТАЛДАУ:
ВЬЕТНАМ, БАӘ ЖӘНЕ ПОЛЬША

5.3.5

Шығу инфрақұрылымы әлі де қалыптасып жатқан жағдайдағы мұндай қарқынды өсу профилі MENA аймағының шектеулерімен тікелей параллель тудырады: егер шығулардың көпшілігі жеке сипатта қалып, ал IPO мүмкіндіктері шектеулі болса, капиталдың қайтарылуы мен оны қайта бағыттау үдерісі баяулауы мүмкін, бұл экожүйенің өсу сатысында ауқымды кеңейтуді (масштабирование) қолдау қабілетін әлеуетті түрде шектейді.

Бақыланып отырған мәмілелер көлемі мен қаржыландыру көлемінің өсуі болашақта келесі мүмкіндіктердің бірін қажет ететін компаниялар санының артып келе жатқанын білдіреді:

кейінгі кезеңдерде ірі капитал қорлары

иклді қолдауға арналған өтімдірек шығу механизмдері

Осы тұрғыда Әбу-Даби тәжірибесі практикалық бағдар ретінде көрініс тауып, Қазақстанның капитал нарығын одан әрі дамыту үшін өзекті бірнеше құрылымдық қорытындыларды бөліп көрсетуге мүмкіндік береді:

Интеграцияланған даму: Абу-Даби тәжірибесі бұл элементтердің бірін-бірі өзара күшейтуі үшін инновациялық саясатты, бастапқы кезеңдердегі қаржыландыруды және ашық нарықтарды үйлестірудің маңыздылығын көрсетеді.

Листингтен кейінгі өтімділік. IPO үшін тек орналастыру мәмілесінің өзі ғана емес, компания биржаға шыққаннан кейінгі акциялардың белсенді сауда-саттығы да маңызды.

Жылдам өсетін компаниялар үшін әзірленген листинг жолдары шығу нұсқаларын кеңейтуге қабілетті. ADX Growth Market дәл бапталған листинг архитектурасының мысалы болып табылады.

Өңірлік позицияны нығайту эмитенттер мен инвесторлар ағынын күшейтеді. Абу-Даби тәжірибесі капитал нарығын дамыту бірнеше қаржы орталықтары маңызды рөл атқаратын капитал қозғалысының өңірлік дәлізіне ықпалдасу арқылы қолдау табуы мүмкін екенін көрсетеді. Қазақстан үшін бұл елдің Орталық Азиядағы өңірлік қаржы платформасы ретіндегі рөлі нығайған және халықаралық капитал нарықтарымен байланыстары дамыған сайын маңызды болуы мүмкін.

Технологиялық компанияларды бағалау және олармен байланысты тәуекелдер мәселелері бойынша инвесторлармен жұмыс істеу.

Абу-Даби тәжірибесі листингті біржолғы оқиға ретінде емес, компанияның ауқымдырақ өмірлік циклінің бөлігі ретінде қарастыратынымен пайдалы. Бұндай тәсіл инновациялық саясатты, жеке қаржыландыруды, жылдам өсетін эмитенттерге арналған листинг механизмдерін және орналастырудан кейінгі екінші реттік сауда-саттықты қолдайтын жағдайларды өзара байланыстырады. Қазақстан үшін бұл венчурлік қаржыландыру, кейінгі кезеңдердегі капитал және ашық нарыққа шығу дайындығы бірін-бірі өзара күшейтетін, капиталдың қайтарымдылығына әрі өсудің тұрақтырақ цикліне ықпал ететін технологиялық стартаптарға арналған жүйелі жолды қалыптастырудың маңыздылығын көрсетеді.

Бұл параллельдер Қазақстан Абу-Даби моделін дәл көшіруі керек дегенді білдірмейді — керісінше, олар нарық архитектурасы, реттеушілік дизайн және экожүйе координациясы венчурлік капитал мен ашық нарықтар арасындағы ұзақ мерзімді қарым-қатынастарды қалай қалыптастыра алатынын көрсетеді.

5. САЛЫСТЫРМАЛЫ ТАЛДАУ:
ВЬЕТНАМ, БАӘ ЖӘНЕ ПОЛЬША

ПОЛЬША

5.4

Польшаның капитал нарығының дамуы 1990-жылдардағы нарықтық экономикаға өту кезеңінен кейінгі экономикалық реформалармен және одан кейінгі Еуропалық Одаққа интеграциялануымен тығыз байланысты.

ЖІӨ

917.8 млрд. долл. США

НАРЫҚТЫҚ КАПИТАЛИЗАЦИЯ

197.4 млрд. долл. США

ҚЫЗЫҚТЫ ДЕРЕК

Қазақстан мен Польша жалпы алғанда нарық капитализациясының ЖІӨ-ге қатысты бірдей коэффициенттерін көрсетіп отыр — 2024 жылы екі көрсеткіш те шамамен 22%-ды құрайды (Польша ~21,5%, Қазақстан ~22%)

~22%

5. САЛЫСТЫРМАЛЫ ТАЛДАУ:
ВЬЕТНАМ, БАӘ ЖӘНЕ ПОЛЬША

МАКРОЭКОНОМИКАЛЫҚ
ШОЛУ

5.4.1

Польша капитал нарығының дамуы 1990-жылдардағы нарықтық экономикаға көшу кезеңінен кейінгі экономикалық реформалармен және кейіннен Еуропалық одаққа интеграциялануымен тығыз байланысты. 1991 жылы Варшава қор биржасының (WSE) құрылуы Польшаның нарықтық қаржы жүйесіне көшуіндегі негізгі кезеңдердің біріне айналып, жекешелендіру, капитал қалыптастыру және инвесторлардың қатысуы үшін ресми платформа ұсынды. 2004 жылы Еуропалық одаққа кіргеннен кейін Польша капитал нарығын реттеуді еуропалық стандарттармен жақындату үдерісін жеделдетті. Кейінгі жылдары бұл қаржы нарықтары саласындағы ЕО-ның негізгі актілерін, соның ішінде MiFID, Prospectus Regulation және Market Abuse Regulation құжаттарын енгізу мен қолдануды қамтыды.

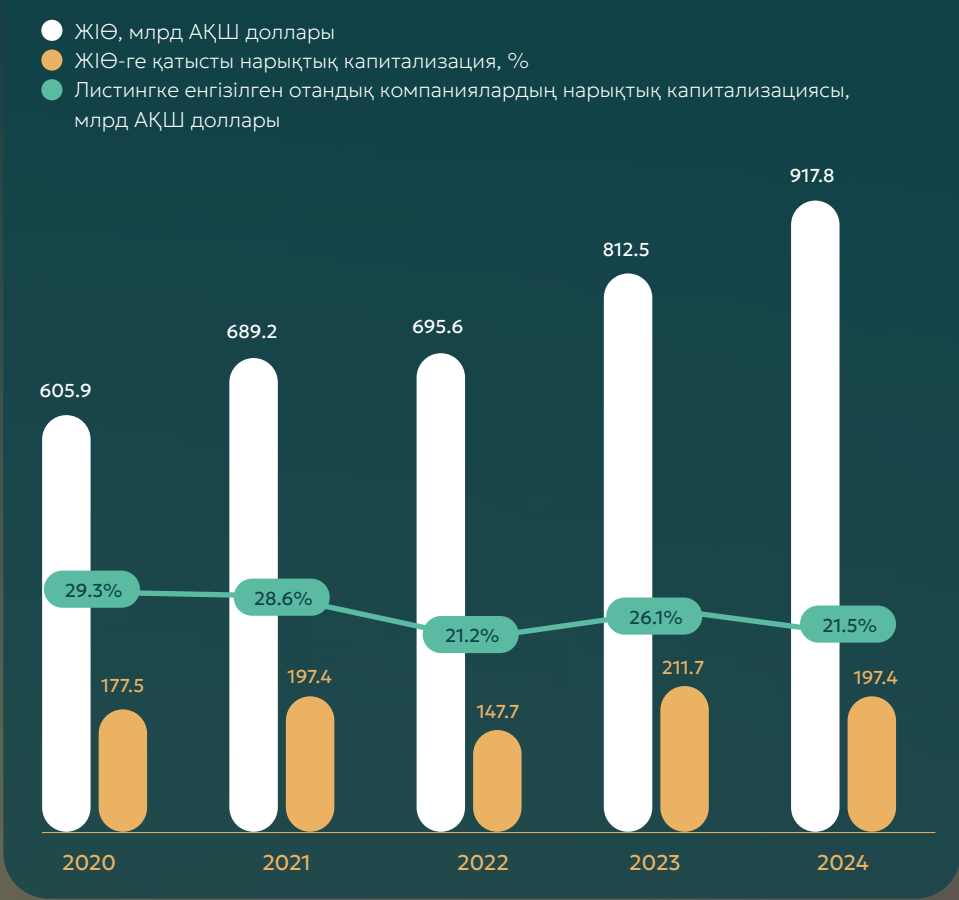
Бұл реформалар инвесторларды қорғауды күшейтіп, ақпаратты ашу стандарттарын жақсартты және нарықтың ашықтығын арттырды, соның нәтижесінде ішкі капитал нарығын дәйекті институционалдандыруға ықпал етті.

Макроэкономикалық тұрғыдан Польша Орталық және Шығыс Еуропадағы ең тұрақты әрі тұрақты өсім көрсеткен экономикалардың бірі болды. Соңғы екі онжылдық бойы ЖІӨ өсімі әртараптандырылған экономикалық база, өнеркәсіптік өнім экспортының күшті деңгейі, ЕО-ның құрылымдық қорлары және ірі ішкі тұтыну нарығы есебінен қолдау тапты. 2022–2023 жылдары Еуропада инфляциялық қысымның күшеюі және пайыздық мөлшерлемелердің өсуі аясында Польша капитал нарығының инфрақұрылымы операциялық тұрақтылығын сақтап қалды. Бұған дамыған нарықтық инфрақұрылым, банк секторының тұрақтылығы және қаржы институттарының капиталдандыру деңгейінің жоғары болуы ықпал етті.

Сурет 54

Елдер бойынша
венчурлық
қаржыландыру көлемі,
млн АҚШ доллары

Дүниежүзілік банктің деректері бойынша, Польшаның номиналды ЖІӨ-сі 2020 жылғы шамамен 606 млрд АҚШ долларынан 2024 жылға қарай 918 млрд АҚШ долларынан астам деңгейге дейін өсті, бұл тұрақты индустрияландыруды, экспорттың өсуін және ішкі тұтынудың ұлғаюын көрсетеді¹⁰³.



Польша нарығының дамуының тарихи ерекшеліктерінің бірі — акциялар мен мемлекеттік бағалы қағаздарға тұрақты базалық сұранысты қамтамасыз еткен ішкі институционалдық инвесторлардың, әсіресе зейнетақы және инвестициялық қорлардың күшті рөлі болып табылады. Зейнетақы жүйесіндегі реформалар уақыт өте келе ұзақ мерзімді жинақтар ағындарын өзгертті, алайда институционалдық қатысу

нарықтың өтімділігі мен тереңдігін қолдауды жалғастырып келеді. Польша капитал нарығының дамуы біртіндеп қалыптасқан институционалдық жолды көрсетеді: 1990-жылдардағы жекешелендіруге байланысты листингтерден бастап, корпоративтік қаржыландыруды да, мемлекеттік қарызды басқаруды да қолдайтын, ЕО-ның құқықтық және реттеушілік кеңістігіне интеграцияланған жетілген нарыққа дейін.

¹⁰³ GDP Poland, World Bank (2025)

5. САЛЫСТЫРМАЛЫ ТАЛДАУ:
ВЬЕТНАМ, БАӘ ЖӘНЕ ПОЛЬША

АКЦИЯЛАР
НАРЫҒЫНА ШОЛУ

5.4.2

Польшаның қазіргі заманғы акциялар нарығы 1989 жылы орталықтандырылған жоспарлы экономика моделінің аяқталуынан кейін елдің жүйелік трансформациясы кезеңінде қалыптасты. Варшава қор биржасы (Warsaw Stock Exchange, WSE; Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, GPW) 1991 жылы бағалы қағаздардың жария саудасын реттейтін жаңа құқықтық база қабылданғаннан кейін Мемлекеттік қазынашылық құрған акционерлік қоғам ретінде құрылды. Басынан бастап биржа электрондық саудаға және бағалы қағаздарды құжатсыз есепке алуға (dematerialized securities) негізделген заманауи сауда алаңы ретінде құрылды, бұл Польша капитал нарығы инфрақұрылымының заманауи халықаралық тәжірибелер негізінде дамуына мүмкіндік берді.¹⁰⁴

¹⁰⁴ GPW.PL

Польша нарығының халықаралық интеграциясындағы маңызды кезеңдердің бірі FTSE Russell реклассификациясы болды: 2017 жылы FTSE Russell Польшаны дамушы нарықтар санатынан (Advanced Emerging Market) дамыған нарық мәртебесіне (Developed Market) көтеретінін жариялады, ал бұл шешім 2018 жылы күшіне енді. Бұл мәртебенің көтерілуі реттеушілік базаның жетілгендігін, нарықтың қолжетімділігін және есеп айырысу инфрақұрылымының сапасын көрсетті, сондай-ақ Польшаны дамыған нарық классификациясын алған Орталық және Шығыс Еуропадағы алғашқы экономикаға айналдырды.¹⁰⁵

¹⁰⁵ Poland promoted to Developed Market status

Бүгінде WSE екі платформада жұмыс істейді:

● реттелетін нарық —
Main Market¹⁰⁶

● баламалы сауда жүйесі —
NewConnect¹⁰⁷

Оларды Польшадан тыс жерлерде листингтен өткен шетелдік компаниялардың акцияларына қолжетімділік беретін жеке сегмент — GlobalConnect толықтырады

Main Market EO заңнамасына сәйкес реттелетін нарық ретінде жұмыс істейді және Польшаның акциялармен жария сауда жүйесінің негізгі өзегін құрайды. Бұл ірі және орта капитализациялы компанияларға арналған негізгі алаң болып табылады әрі ішкі қор индекстері мен институционалдық инвестициялық мандаттар үшін эталондық нарық қызметін атқарады.

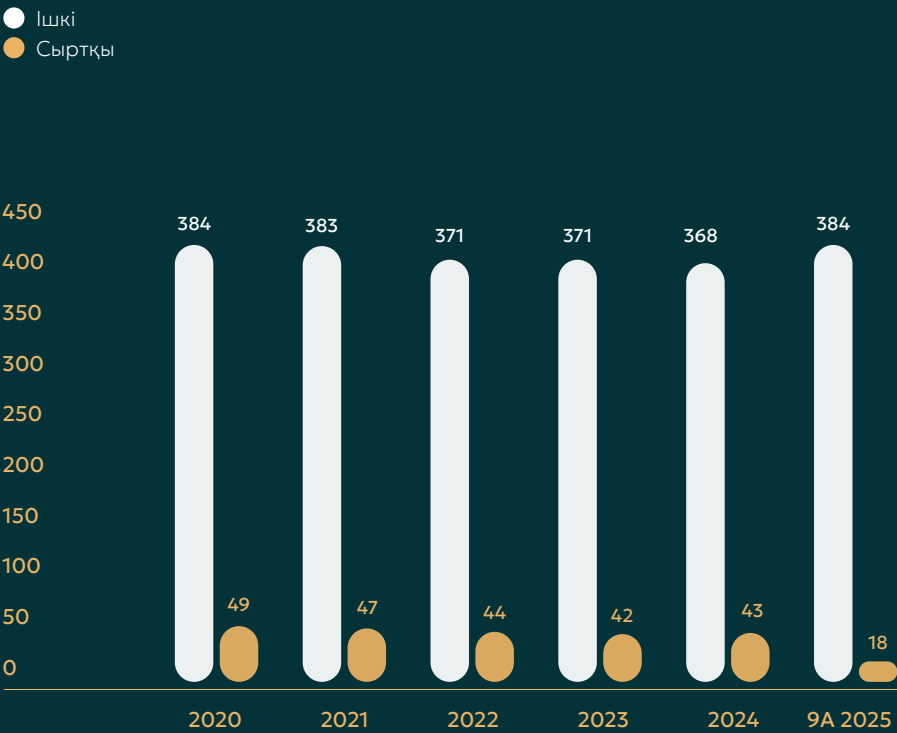
¹⁰⁶ GPW Main Market

¹⁰⁷ GPW NewConnect

Сурет 55

Дереккөз: GPW.PL

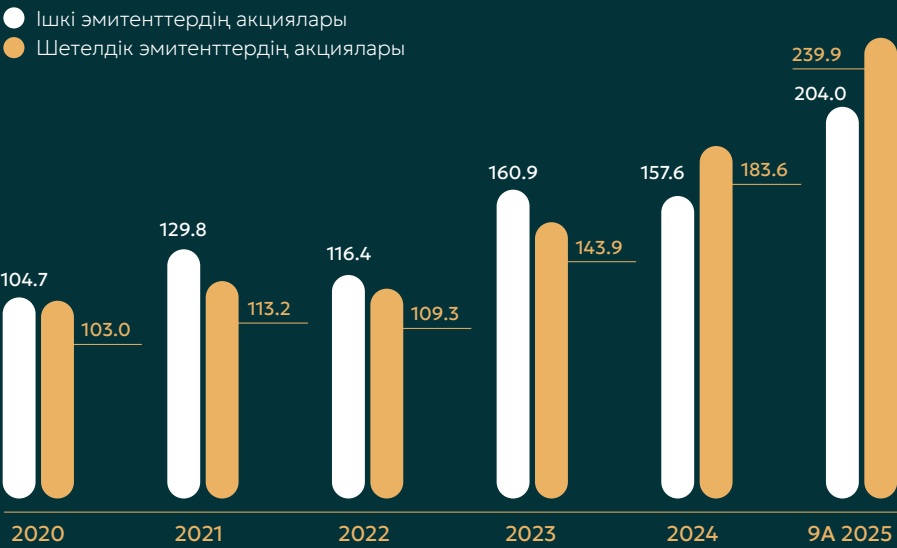
Негізгі нарық, акциялар эмитенттері
2025 жылдың 3-тоқсанының жағдайы бойынша Main Market алаңында 402 эмитенттің акциялары орналастырылған, оның **ішінде 384 ұлттық және 18 шетелдік компания** бар. Шетелдік эмитенттер листингтердің жалпы санының салыстырмалы түрде аз үлесін құрағанымен, олар нарықтық капитализацияның елеулі бөлігін ұсынады. Негізгі нарықтағы акциялардың жалпы капитализациясы шамамен 443,9 млрд АҚШ долларына (2,23 трлн поляк злотыйы) жетті, оның ішінде шетелдік компаниялардың үлесіне 239,9 млрд АҚШ долларынан астамы (1,2 трлн поляк злотыйы), ал ұлттық эмитенттердің үлесіне шамамен 203,9 млрд АҚШ доллары (1,0 трлн поляк злотыйы) тиесілі болды¹⁰⁸.



Сурет 56

Дереккөз: GPW.PL

Негізгі нарықтағы нарықтық капитализация, млн АҚШ доллары
Мұндай құрылым Польша акциялар нарығының негізгі ерекшелігін көрсетеді: нарықтың тереңдігі мен нарықтық капитализациясы едәуір дәрежеде ірі эмитенттердің шектеулі санына шоғырланған, олардың бір бөлігі шетелде тіркелген немесе халықаралық қызмет бейініне ие. Мұндай эмитенттердің үлесіне капитализация мен сауда айналымының пропорционалды емес үлкен бөлігі тиесілі. Сонымен қатар ұлттық эмитенттер саны жағынан басым болғанымен, орташа көлемі бойынша олардан едәуір артта қалады.



¹⁰⁸ WSE Statistic Bulletin, 2020

¹⁰⁸ WSE Statistic Bulletin, 2021

¹⁰⁸ WSE Statistic Bulletin, 2022

¹⁰⁸ WSE Statistic Bulletin, 2023

¹⁰⁸ WSE Statistic Bulletin, 2024

¹⁰⁸ WSE Statistic Bulletin, Q3 2025

5. САЛЫСТЫРМАЛЫ ТАЛДАУ:
ВЬЕТНАМ, БАӨ ЖӘНЕ ПОЛЬША

5.4.2

Бұл асимметрия Варшава қор биржасындағы сауда айналымының құрылымында да көрініс табады: өтімділік негізінен GPW Main Market реттелетін нарығында айналыста жүрген ірі компаниялардың шектеулі акциялар тобына шоғырланған, ал көптеген шағын ұлттық эмитенттердің қайталама нарықтағы белсенділігі шектеулі болып қалады. Нәтижесінде GPW Main Market бір мезгілде екі функцияны орындайды:

↓

ірі эмитенттер сегментінде институционалдық және шетелдік капитал үшін өтімді әрі инвестициялауға қолжетімді алаң болып табылады;

↓

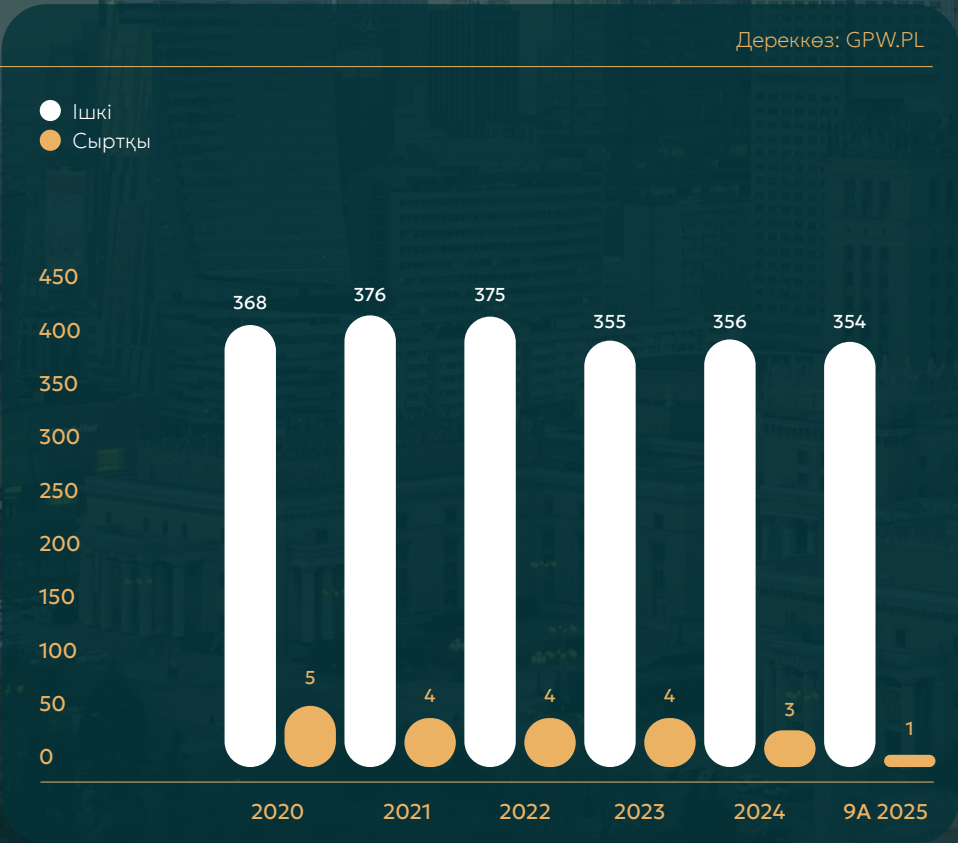
нарықтық белсенділігі мен инвестициялық маңыздылығы әртүрлі болатын эмитенттердің кең базасын сақтап отыр.

NewConnect 2007 жылы Варшава қор биржасы GPW Main Market реттелетін нарығынан тыс басқаратын баламалы сауда жүйесі (Alternative Trading System, ATS) ретінде іске қосылды. Ол ең алдымен инновациялық және технологиялық секторлардағы жас өсуші компанияларға акционерлік капиталға қолжетімділік беру мақсатында құрылды. NewConnect нарығындағы рұқсат беру және ақпаратты ашу талаптары реттелетін нарыққа қарағанда жеңілрек, бұл нарыққа шығу және листинг талаптарын кейіннен сақтау шығындарын төмендетеді.

Сурет 57

NewConnect нарығы, акциялар эмитенттері

Эмитенттер құрылымы тұрғысынан алғанда, NewConnect компаниялар саны бойынша GPW Main Market реттелетін нарығымен салыстыруға келеді, алайда экономикалық ауқымы жағынан одан едәуір төмен. 2025 жылдың үшінші тоқсанының жағдайы бойынша NewConnect алаңында 355 эмитенттің акциялары айналыста болды, олардың 354-і ұлттық және тек біреуі ғана шетелдік компания болды. Бұл NewConnect-ті капитализациясы едәуір дәрежеде ұлттық та, шетелдік те компаниялар арқылы қалыптасатын GPW Main Market реттелетін нарығынан ерекшелендіреді¹⁰⁹.



¹⁰⁹ NewConnect Statistic Bulletin, 2020
¹⁰⁹ NewConnect Statistic Bulletin, 2021

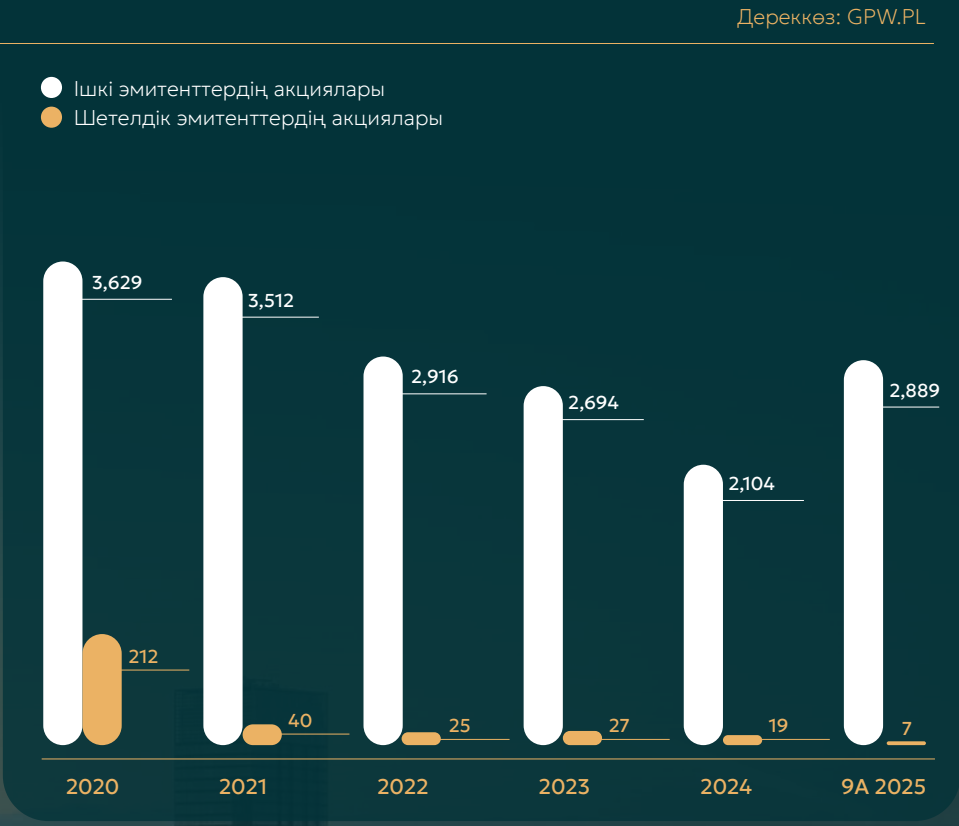
¹⁰⁹ NewConnect Statistic Bulletin, 2022
¹⁰⁹ NewConnect Statistic Bulletin, 2023

¹⁰⁹ NewConnect Statistic Bulletin, 2024
¹⁰⁹ NewConnect Statistic Bulletin, Q3 2025

Сурет 58

NewConnect нарығындағы нарықтық капитализация, млн АҚШ доллары

Эмитенттер санының көптігіне қарамастан, 2025 жылдың үшінші тоқсанында NewConnect нарығының жалпы нарықтық капитализациясы шамамен 14,5 млрд поляк злотыйын немесе 3,4 млрд еуроны құрады, бұл GPW Main Market реттелетін нарығы капитализациясының 1% пайызынан аз. Осылайша, NewConnect нарығындағы орташа эмитенттің көлемі GPW Main Market реттелетін нарығындағы орташа эмитентпен салыстырғанда едәуір кіші.



Бұл айырмашылықтар сауда айналымының құрылымында да көрініс табады. NewConnect шағын және орта бизнес, сондай-ақ технологиялық компаниялар үшін бастапқы деңгейдегі жария алаң әрі танымалдылықты арттыру арнасы ретінде маңызды рөл атқарады, алайда оның нарықтық өтімділігі шектеулі болып қала береді. Сауда белсенділігі көптеген шағын эмитенттер арасында бөлінген, әрі NewConnect дербес ірі нарықтық өтімділік көзі ретінде әрекет етпейді. Керісінше, ол негізінен даму және өтпелі сегмент ретінде жұмыс істейді, компанияларға қажетті ауқымға, корпоративтік басқару стандарттарына және инвесторлар тарапынан сұранысқа қол жеткізгеннен кейін GPW Main Market реттелетін нарығына өтуге мүмкіндік береді.

Жалпы алғанда, бұл деректер GPW акциялар нарығының екі сегменті арасындағы функциялардың бөлінуін көрсетеді:

GPW Main Market негізгі капитализацияны, өтімділікті және институционалдық маңыздылықты шоғырландырады.

NewConnect дамудың бастапқы кезеңіндегі компаниялар үшін нарыққа неғұрлым кең қолжетімділікті қамтамасыз етеді, алайда экономикалық ауқымы мен нарық тереңдігі жағынан айтарлықтай шағын болып қала береді.

Бұл құрылым Польша акциялар нарығының тұрақты институционалдық негіздері бар дамыған нарық ретіндегі бейінінің негізін құрайды. Сонымен қатар бұл құрылым сақталып отырған құрылымдық ерекшелікті де көрсетеді: листингтегі компаниялардың кең базасы негізгі өтімділік пен инвестициялық қызығушылықтың шектеулі ірі эмитенттер тобының айналасында шоғырлануымен қатар өмір сүреді.

5. САЛЫСТЫРМАЛЫ ТАЛДАУ:
ВЬЕТНАМ, БАӘ ЖӘНЕ ПОЛЬША

БОРЫШТЫҚ НАРЫҚҚА ШОЛУ

5.4.3

Польшаның ішкі борыштық нарығында мемлекеттік бағалы қағаздар басым, ал борыштық құралдармен ұйымдастырылған сауда екі негізгі инфрақұрылымдық алаң арқылы жүзеге асырылады:

- Варшава қор биржасы (WSE/GPW) мен BondSpot платформаларында жұмыс істейтін және негізінен корпоративтік әрі муниципалдық облигацияларды қамтитын борыштық құралдар нарығы;
- Treasury BondSpot Poland (TBSP) — Польша Қаржы министрлігі ұйымдастырған бастапқы дилерлер жүйесінің бөлігі болып табылатын, қазынашылық облигациялар мен қазынашылық вексельдер саудасына арналған көтерме нарық.

Catalyst сегментінде листингтегі мемлекеттік емес облигациялар көлемі мемлекеттік борыштық құралдармен салыстырғанда нарықтың елеулі, бірақ айтарлықтай кіші ауқымын көрсетеді. GPW деректеріне сәйкес, 2025 жылғы қарашада Catalyst нарығында листингте тұрған мемлекеттік емес облигациялар шығарылымдарының көлемі 152,5 млрд поляк злотыйын немесе шамамен 36 млрд еуроны құрады.¹¹⁰ Салыстыру үшін, 2025 жылғы қарашаның соңында Польша Мемлекеттік қазынашылығының

борышы шамамен 1 908,8 млрд поляк злотыйын немесе 450,3 млрд еуроны құрады. Осы соманың ішінде ішкі борыш шамамен 1 528,2 млрд поляк злотыйын немесе 360,5 млрд еуроны, ал сыртқы борыш шамамен 380,6 млрд поляк злотыйын немесе 89,8 млрд еуроны¹¹¹ құрады.

Сауда айналымының көрсеткіштері де мемлекеттік және мемлекеттік емес борыштық сегменттер арасындағы ауқым мен өтімділік айырмашылығын растайды.

2025 жылғы қарашада Treasury BondSpot Poland (TBSP) нарығындағы spot-мәмілелер сегментінің айналымы 4,43 млрд еуроны немесе 18,8 млрд поляк злотыйын, ал hero / buy-sell-back мәмілелері сегментінің айналымы 23,63 млрд еуроны немесе 100,2 млрд поляк злотыйын құрады, ал TBSP-тің айлық жиынтық айналымы 28,06 млрд еуроға немесе 118,9 млрд поляк злотыйына жетті. Сол кезеңде Catalyst электрондық нарығындағы (EOB) облигациялар айналымы 515 млн поляк злотыйын немесе 121,5 млн еуроны құрады.

¹¹⁰ GPW Markets – November 2025

¹¹¹ Ministry of Finance of the Republic of Poland

Негізгі құрылымдық сипаттамаларға мыналар жатады:



Мемлекеттік бағалы қағаздар Catalyst нарығындағы листингтегі облигациялар көлемінің басым бөлігін және қайталама нарықтағы байқалатын айналымның негізгі үлесін құрайды, ал TBSP егемендік құралдар үшін негізгі институционалдық сауда алаңы ретінде әрекет етеді.

Корпоративтік және муниципалдық облигациялар Catalyst нарығында ұсынылғанымен, айналыстағы облигациялар көлемі бойынша қазынашылық облигациялардан айтарлықтай артта қалады. Сонымен қатар олар эмитенттер базасын кеңейтіп, егемендік сегментінен тыс қайталама нарықтың дамуын қолдайды.

2023 жылдан бастап мемлекеттің қарыз алу қажеттіліктерінің артуы егемендік құралдардың орнықты ұсынысын қолдап, мемлекеттік кірістілік қисығының тіркелген табыстылық құралдары нарығындағы жергілікті тәуекел сыйақыларын бағалаудың негізгі бағдары ретіндегі рөлін күшейтті.



5. САЛЫСТЫРМАЛЫ ТАЛДАУ:
ВЬЕТНАМ, БАӘ ЖӘНЕ ПОЛЬША

ТӘЖІРИБЕЛІК МЫСАЛ:
ПОЛЬША ТӘЖІРИБЕСІНІҢ
ҚАЗАҚСТАН ҮШІН МАҢЫЗЫ

5.4.4

Польшаның әлеуметтік-экономикалық контексті Қазақстан үшін салыстыруға релевантты негіз ұсынады. Екі экономика да орталықтандырылған жоспарлы жүйеден шығып, өңірлік көшбасшылар рөлін қалыптастырды және үй шаруашылықтарының жинақтары дәстүрлі түрде консервативті құрылымға ие болған жағдайда капитал нарықтарын дамытты. Мұндай жағдайларда халық капитал нарығы құралдарына қарағанда жылжымайтын мүлік пен банктік депозиттерге жиі басымдық береді. Польшада үй шаруашылықтары жинақтарының 53%-ы қолма-қол ақша мен банктік депозиттер түрінде сақталады.¹¹²

Сонымен қатар Қазақстан мен Польша нарық капитализациясының ЖІӨ-ге қатынасы бойынша жалпы алғанда салыстырмалы көрсеткіштерді көрсетеді. Польша капитал нарығы ресми түрде дамыған нарық ретінде жіктелгенімен, оның ЖІӨ-ге қатысты капитализациясы соңғы онжылдықта біртіндеп төмендеді — 2014 жылғы шамамен 35% пайыздан 2024 жылдың соңына қарай шамамен 21,5% пайызға дейін. Бұл үрдіс Польшадағы экономикалық өсуді қаржыландырудағы капитал нарығының рөлінің төмендеуін көрсетеді және қор нарығының

көрсеткіштері негізгі экономикалық белсенділіктің тек бір бөлігін ғана барған сайын көбірек бейнелей бастады деп болжауға мүмкіндік береді.¹¹³ Соған қарамастан, Польша әлі де дамыған нарық ретінде жіктеледі. Қазақстандағы нарық капитализациясының ЖІӨ-ге қатынасы 2024 жылы шамамен 22% пайызды құрады және соңғы бес жыл бойы жалпы алғанда тұрақты деңгейде сақталды, бұл экономикадағы салыстырмалы қатысу деңгейі ұқсас нарықтардың да институционалдық күш пен даму жетілгендігін көрсете алатынын, сондай-ақ нарықтарды жіктеу мен бағалау кезінде тек ауқымнан тыс факторлардың да маңызды екенін көрсетеді.

Жалпы алғанда, Польша тәжірибесі мұндай құрылымдық ерекшеліктердің институционалдық даму дәйектілігі мен нарық құрылымы ішкі шынайылыққа сәйкес келген жағдайда капитал нарығын дамытуға кедергі болмайтынын көрсетеді. Польша капитал нарығының даму тәжірибесін талдау Қазақстанға өзінің ағымдағы позициясын бағалауға, қандай тетіктерді пайдалануға болатынын және қандай бағыттарды жетілдіру қажет екенін анықтауға көмектесе алады.

FTSE Russell жіктемесінде Польшаның дамыған нарық мәртебесіне көтерілуі оның капитал нарығы жүйесінің жетілгендігін, соның ішінде реттеу сапасын, операциялық инфрақұрылымды және нарықтың қолжетімділігін көрсетті, әрі бұл тек нарық ауқымымен ғана байланысты болмады. Осы кеңірек контексте Польша акциялар нарығының құрылымы бөлек құқықтық режимде жұмыс істейтін реттелетін нарық пен баламалы сауда жүйесінің қатар өмір сүруімен сипатталады. Баламалы сауда жүйелерінің құқықтық құрылымы мен ауқымы елдер бойынша әртүрлі болғанымен, мұндай алаңдар әдетте реттелетін нарыққа шығуға әлі дайын емес шағын және өсіп келе жатқан компаниялар үшін листингке жіберу және ақпаратты ашу талаптары жеңілдетілген бастапқы кіру сегменті қызметін атқарады. Польшада NewConnect дәл осындай функцияны орындап, шағын және инновациялық компаниялар үшін жария қаржыландыру мүмкіндіктерін кеңейтті, ал GPW Main Market институционалдық стандарттардың, өтімділіктің және нарыққа деген сенімнің негізгі алаңы ретіндегі рөлін сақтап қалды.

Бұл тәсіл Қазақстан үшін бірнеше маңызды қорытынды ұсынады.



Польша эмитенттер санын арттыру үшін реттелетін нарықтың стандарттарын төмендеткен жоқ. Оның орнына Польша листингке шығу мүмкіндіктері шектеулі, бірақ экономикалық әлеуеті жоғары өсіп келе жатқан компаниялардың бар екенін мойындап, олардың қажеттіліктеріне бейімделген бөлек алаң құрды. Бұл капитал нарығына компаниялардың қатысуын кеңейтуге мүмкіндік берді, сонымен бірге жүйенің негізгі бөлігіндегі реттеу сапасы мен инвесторлардың сенімін төмендеткен жоқ.

2017 жылы Польшаны қайта жіктеу туралы жарияланған сәтке қарай GPW Main Market сенімді сауда және пост-трейдингтік инфрақұрылыммен, ақпаратты ашу мен корпоративтік басқарудың жоғары стандарттарымен, сондай-ақ тұрақты институционалдық нарықтық тәжірибелермен сипатталатын операциялық жетілу деңгейіне жеткен болатын. NewConnect-тің болуы бұл құрылымды толықтырды, бірақ оны алмастырған жоқ.

Қазақстан үшін негізгі қорытынды — поляк моделін тікелей көшіруде емес, оны мұқият бейімдеуде (калибрлеуде). Польша траекториясы ішкі шектеулерді мойындаудың, нарық функцияларын саралаудың және нарықты өзге модельге жасанды түрде жақындату арқылы емес, қолданыстағы жағдайларды ескере отырып дамытудың маңыздылығын көрсетеді. Реттелетін нарықтың сенімнің негізгі тірегі ретіндегі және дамудың ерте кезеңіндегі компанияларға арналған өсу сегментінің арасындағы нақты бөлініс эмитенттердің неғұрлым кең қатысуына, листингке әлеуетті дайын компаниялар пулын нығайтуға және стандарттарға нұқсан келтірмей нарықтың ұзақ мерзімді дайындығын арттыруға ықпал етуі мүмкін.

¹¹² Strategic development directions GPW Group 2025-2027

¹¹³ Strategic development directions GPW Group 2025-2027

«АСТАНА»

ХАЛЫҚАРАЛЫҚ

ҚАРЖЫ ОРТАЛЫҒЫ

6

АХҚО Қазақстан мен жаһандық капитал нарықтары арасындағы көпір қызметін атқарады — бұл құрлықтық құқық жүйесі бар ел ішіндегі жалпы құқық (common law) юрисдикциясы. Ол халықаралық инвесторларға үйреншікті құқықтық стандарттарды, BEPS стандарттарына сәйкес келетін салық режимін және Euroclear-ды қоса алғанда, жаһандық есеп айырысу инфрақұрылымына тікелей қолжетімділікті қамтамасыз етеді. Solidcore компаниясының редомициляциясы AIX-тің институционалдық деңгейдегі күрделі әрі ауқымды трансшекаралық мәмілелерді жүргізу қабілетін көрсетті. Tabadul платформасы арқылы АХҚО Парсы шығанағы (GCC) аймағы мен Орталық Азияның алты биржасын қоса отырып, бұл өзара байланысты одан әрі кеңейтті. Сондай-ақ АХҚО Орталық Азиядағы шарифат принциптеріне сәйкес келетін капитал нарығының құралдарына арналған жалғыз жұмыс істеп тұрған алаң болып қала береді.

ҚЫСҚАША МАЗМҰНЫ



НЕГІЗГІ КӨРСЕТКІШТЕР



4,000+

Шетелдік инвесторлардың қатысуымен 1 798 компания (АХҚО-ның барлық қатысушыларының 45%-ы)

OECD BEPS-compliant

Салықтық ашықтықтың мұндай мәртебесіне ие шекаралық нарықтағы санаулы қаржы орталықтарының бірі

19.5%

Қазақстанның ислам дінін ұстанатын ересек тұрғындарының үлесі — исламдық қаржыландырудың әлеуетті аудиториясы

6 бирж

Шығанақ елдері (GCC) мен Орталық Азия аймақтарында Tabadul цифрлық биржалық хабы арқылы байланысқан

AIX листингісіндегі облигациялардың жиынтық көлемі

7.5 млрд. АҚШ долл.



Citi Kazakhstan арқылы AIX-ке қосылған әлемдегі ең ірі жаһандық кастодиандар

10

6. «АСТАНА» ХАЛЫҚАРАЛЫҚ ҚАРЖЫ ОРТАЛЫҒЫ

КЕЙС: SOLIDCORE ЖӘНЕ АІХ-ТІҢ ЖАҢАНДЫҚ КАСТОДИАНДЫҚ ҚЫЗМЕТ КӨРСЕТУ ТІЗБЕКТЕРІНЕ ИНТЕГРАЦИЯСЫ

6.1

Solidcore Resources plc — бағалы металдарды өндіретін жетекші халықаралық компаниялардың бірі. 2023 жылға дейін компания Джерсиде тіркеліп, London Stock Exchange биржасында бастапқы листингке ие болды, ал оның акцияларының шамамен 75% пайызы еркін айналымда болды.¹¹⁴ 2019 жылы компания Astana International Exchange халықаралық биржасында листингтен өтті. 2023 жылғы тамызда Solidcore Resources plc ресми түрде тіркелу юрисдикциясын Джерсиден Astana International Financial Centre-ке ауыстырып, London Stock Exchange биржасындағы листингін тоқтатты, сондай-ақ AIX Registrar-ды акционерлердің жаңа тізілім жүргізушісі, ал Astana International Exchange-ті негізгі биржа ретінде тағайындады.

Халықаралық нарықтардан еркін айналыстағы акциялардың және акционерлік базаның негізгі бөлігінің frontier market мәртебесіне ие нарыққа ауысуы сенімді пост-трейдингтік (post-trade) инфрақұрылымды талап етті. Тиісінше, бұл мәміле елеулі ауқымдағы трансшекаралық көшіруді қолдауға қабілетті кастодиандық

қызмет көрсету және есеп айырысу моделіне тәуелді болды. Осы контексте Solidcore кейсі frontier market мәртебесіне қарамастан, Astana International Exchange инфрақұрылымының жаһандық институционалдық инвесторлармен жұмыс істеу және листингтен кейінгі қайталама нарықты қолдау үшін қажетті операциялық байланыстылық деңгейіне ие екенін көрсетті. Astana International Exchange инвесторларды есепке алу мен қызмет көрсетудің өзара толықтыратын екі арнасын қолдайды: AIX Registrar құқықтарды тікелей тіркеу арқылы жергілікті инвесторларға қызмет көрсетсе, AIX CSD жергілікті және жаһандық есеп айырысу ұйымдары арқылы жаһандық институционалдық инвесторлар үшін бағалы қағаздарды есеп айырысу мен сақтауды қамтамасыз етеді.¹¹⁷

Жаһандық кастодиандар инвесторларға ондаған нарықтарға бірыңғай қолжетімділік нүктесін ұсынады, бұл жергілікті орталық депозитарийлерге тікелей қосылған субкастодиандар немесе агент-банктер желісі арқылы жүзеге асырылады.¹¹⁸ Бағалы қағаздар көбінесе бірнеше деңгейдегі кастодиандық делдалдар арқылы

өтеді, алайда дәл осындай құрылым әртүрлі юрисдикциялардағы инвесторлар мен эмитенттерге үйлестірілген жаһандық есеп айырысу жүйесі шеңберінде операцияларды қауіпсіз жүзеге асыруға мүмкіндік береді.

AIX Central Securities Depository пост-трейдингтік архитектурасында есеп айырысуға, сақтауға және тізілімдік қызметтерге жауап беретін негізгі рөлді атқарады. Келесі деңгейді клиенттер — бенефициарлық меншік иелері үшін омнибустық және кастодиандық шоттарды жүргізетін субкастодиандар немесе агент-банктер құрайды. Сонымен қатар, жаһандық кастодиандар әртүрлі нарықтардағы клиенттік қатынастар мен инвесторларға қызмет көрсетуді басқарады. Қазақстан жағдайында Citibank Kazakhstan JSC бірінші деңгейдегі (tier-1) негізгі жергілікті субкастодианға айналды, ал оның AIX Central Securities Depository-тегі тікелей шоты ірі жаһандық кастодиандарға бұрыннан қалыптасқан кастодиандық қатынастар мен есеп айырысу тізбектері арқылы жергілікті шығарылған бағалы қағаздарға қол жеткізуге мүмкіндік береді.

Сурет 59

AIX кастодиандық жүйесінің архитектурасы



AIX ОРТАЛЫҚ БАҒАЛЫ ҚАҒАЗДАР ДЕПОЗИТАРИЙІ (AIX CSD)

Жоғарғы деңгей - Негізгі инфрақұрылым

Есеп айырысу

Бағалы қағаздар мәмілелері бойынша түпкілікті есеп айырысу

Сақтау

Бағалы қағаздарды қауіпсіз кастодиалдық сақтау

ТІКЕЛЕЙ ШОТ



СУБКАСТОДИАНДАР (АГЕНТ-БАНКТЕР)

Ортаңғы деңгей - Жергілікті кастодиалдық қызмет

Негізгі мысал:

Citi Kazakhstan

AIX CSD-де тікелей шоты бар негізгі жергілікті кастодиан

Функциясы

Омнибус / кастодиалдық шоттарды жүргізу

Клиенттер

Бенефициарлық меншік иелерінің шоттары

Агент-банктер жергілікті орталық депозитарийлерге (CSD) тікелей қосылған және бенефициарлық меншік иелері үшін кастодиалдық шоттарды жүргізеді.

ИНВЕСТИТОРЛАР МЕН ЭМИТЕНТТЕР

Соңғы пайдаланушылар - Әртүрлі юрисдикциялар

Жаһандық инвесторлар

Өздерінің жаһандық кастодианы арқылы жергілікті деңгейде шығарылған (мысалы, Қазақстан) бағалы қағаздарға қол жеткізеді

Жергілікті эмитенттер

Үйлестірілген есеп айырысу жүйесі арқылы халықаралық инвесторларға шығады

Қауіпсіз мәмілелер

Үйлестірілген жаһандық есеп айырысу жүйесі шеңберінде әртүрлі юрисдикциялар арасында мәмілелерді қауіпсіз жүргізеді

ҮЗДІКСІЗ ҚОЛЖЕТІМДІЛІК



ЖАҢАНДЫҚ КАСТОДИАНДАР

Байланыс деңгейі - Нарықаралық қолжетімділік

Желіні басқару

Ондаған нарықтардағы субкастодиандар желісін жүргізу

Клиенттерге қызмет көрсету

Жоғары деңгейдегі клиенттік қатынастар және нарықаралық қызмет көрсету

Бірыңғай қолжетімділік нүктесі

Қолданыстағы өзара шот қатынастары арқылы инвесторларға бірнеше юрисдикцияға бірыңғай қолжетімділікті қамтамасыз етеді

ӨЗАРА ШОТ ҚАТЫНАСТАРЫ

¹¹⁴ Polymetal International plc, Investor presentation, 2021

¹¹⁵ Polymetal becomes first foreign issuer to list on the Astana International Exchange, 2019

¹¹⁶ Polymetal International plc announcement, 2023

¹¹⁷ Aix.kz

¹¹⁸ The Role of the Custody Industry - Association for Financial Markets in Europe, 2025

6. «АСТАНА» ХАЛЫҚАРАЛЫҚ ҚАРЖЫ ОРТАЛЫҒЫ

6.1

Astana International Exchange-тің жаһандық кастодиандық қызмет көрсету және есеп айырысу тізбектерімен интеграциясы операциялық кедергілерді төмендетіп, инвесторлардың ұзақ мерзімді негіздегі тұрақты трансшекаралық қатысуы үшін жағдайларды нығайтады.Бұл сондай-ақ платформаның ірі кәсіби институционалдық инвесторлармен елеулі ауқымда жұмыс істеу қабілетін көрсетеді. Іс жүзінде мұндай интеграция жаһандық активтерді басқарушыларға қалыптасқан кастодиандық және пост-трейдингтік процестер арқылы позицияларға қол жеткізуге және оларды ұстап тұруға мүмкіндік береді. Мысалы, юрисдикция ауысқанға дейін BlackRock Solidcore Resources plc компаниясының ірі институционалдық акционерлерінің қатарында болды, ал оның жаһандық кастодиандық тізбектер арқылы өз позициясын сақтап қалу қабілеті

Astana International Exchange инфрақұрылымының бірінші деңгейдегі (tier-one) халықаралық инвесторларға қызмет көрсете алу мүмкіндігінің практикалық сынағына айналды. Бұл позицияларды кастодиандық тізбектер арқылы сәтті өткізу Astana International Exchange-тің есеп айырысу моделін растауға, шетелдік активтерді басқарушыларды қосу кезіндегі кедергілерді төмендетуге және ірі кастодиандар мен сауда қатысушыларының сенімін күшейтуге көмектесті.

Сонымен қатар, 2022 жылғы қаңтарда Astana International Exchange пен Euroclear Bank Enhanced Settlement Service сервисін іске қосқанын ерекше атап өткен жөн. Бұл сервис институционалдық инвесторларға AIX алаңында айналымға жіберілген және Euroclear арқылы есеп айырысу мүмкіндігі бар бағалы қағаздар бойынша мәмілелерді тікелей Euroclear шоттары арқылы немесе

олардың кастодианының Euroclear-дегі шоты арқылы есеп айырысуға ресми түрде мүмкіндік берді. Бұл сервис тек Solidcore Resources plc компаниясымен ғана байланысты болмаса да, ол Astana International Exchange-тің жаһандық есеп айырысу арналарына кеңірек интеграциясын көрсетеді, мультивалюталық есеп айырысулар мен халықаралық нарықтық тәжірибеге сәйкес есеп айырысудың түпкіліктілігін (settlement finality) қамтамасыз етеді. Мұндай байланыстылық жаһандық кастодиандар мен халықаралық орталық депозитарийлердің (ICSD) Қазақстанға тән жеке кастодиандық құрылымдарды құру қажеттілігінсіз, қолданыстағы есеп айырысу тізбектері арқылы позицияларды номиналды шоттар мен AIX Central Securities Depository шоттарына бағыттау мүмкіндіктерін қосымша күшейтті.

Нәтижесінде екі негізгі әсерге қол жеткізілді:



Біріншіден, жаһандық инфрақұрылыммен үйлесімді және бірінші деңгейдегі инвесторлардың операциялық талаптарына сәйкес келетін институционалдық деңгейдегі пост-трейдингтік архитектура қалыптастырылды;

Екіншіден, күрделі трансшекаралық листингтер мен есеп айырысуларды іске асырудың практикалық механизмі көрсетілді, бұл Astana International Exchange-тің Орталық Азиядағы техникалық тұрғыдан ең дамыған биржалық алаңдардың бірі ретіндегі позициясын нығайтты.

ҚАЗАҚСТАНДАҒЫ ШАРИҒАТ ҚАҒИДАТТАРЫНА СӘЙКЕС КЕЛЕТІН КАПИТАЛ НАРЫҚТАРЫНЫҢ ДАМУЫ

6.2

Жоғарыда атап өтілгендей, Қазақстанның капитал нарығы екі түрлі құқықтық және реттеуші жүйе шеңберінде жұмыс істейді: Қазақстан Республикасының заңнамасына сәйкес әрекет ететін Kazakhstan Stock Exchange және басқа институттарды реттейтін Қазақстан Республикасының ұлттық жүйесі, сондай-ақ Astana International Financial Centre (AIX)

жалпы құқық жүйесі, оның аясында AIX және АХҚО-да лицензияланған ұйымдар қызмет етеді. Исламдық қаржы құқықтық архитектурадағы айырмашылықтардың нарық үшін әртүрлі практикалық нәтижелерге алып келуі мүмкін екенін айқын көрсететін мысалдардың бірі болып табылады.

Ұлттық құқықтық жүйеде исламдық қаржы құралдары жекелеген ережелер жиынтығы арқылы айқындалған. Осылайша, «Бағалы қағаздар нарығы туралы» Заңның 32-2-бабында исламдық бағалы қағаздардың төрт санаты көзделген.

Исламдық бағалы қағаздарға мыналар жатады:



Исламдық инвестициялық қорлардың акциялары мен пайлары;

Исламдық жалдау сертификаттары;

Исламдық қатысу сертификаттары;

Қазақстан Республикасының заңнамасына сәйкес исламдық бағалы қағаздар деп танылған өзге де бағалы қағаздар.

Алайда іс жүзінде исламдық өзге бағалы қағаздар туралы ереже шектеулі түрде қолданылды. Алайда іс жүзінде шығару мүмкіндігі көбіне әрбір құралдың заңда бекітілген мәртебесіне тәуелді болғандықтан, ал қосымша түсіндірмелер шектеулі болып қалғандықтан, KASE алаңында шариғат қағидаттарына сәйкес келетін құралдарды шығару мен листингтеу нүктелік сипатта болды. Вакала, мурабаха, мудараба, мушарака немесе сукук иджара сияқты неғұрлым күрделі құрылымдар белгіленген санаттармен әрдайым тікелей сәйкесе бермейді, бұл мұндай құралдарды құқықтық тұрғыдан саралау кезінде белгілі бір белгісіздік туындатады.

АХҚО-да жалпы құқық жүйесі исламдық қаржыландырудың қағидаттарына және халықаралық деңгейде танылған стандарттарына негізделген тәсілді қолданады. Құралдар шариғат қағидаттарына сәйкестігі бойынша тек жабық заңнамалық тізбе арқылы емес, олардың құрылымын бағалау, шариғаттық мақұлдау және АХҚО-ның қолданылатын талаптарына сәйкестігі негізінде танылады. Мұндай құрылымдық икемділік сукук, шариғатқа сай қорлар және шариғат қағидаттарына сәйкес келетін өзге де құралдарды қоса алғанда, исламдық қаржы өнімдерінің неғұрлым кең ауқымын шығаруға мүмкіндік береді. Бұл исламдық құралдар бойынша практикалық белсенділіктің ұлттық реттеу жүйесіне қарағанда

көбіне AIX алаңында және АХҚО юрисдикциясында шоғырланатынын ішінара түсіндіреді.¹¹⁹

Осы шектеулерді ескере отырып, Үкімет пен ҚР Қаржы нарығын реттеу және дамыту (ҚНРДА) банктер және банк қызметі туралы жаңа заңға байланысты реформаларды бастамашылық етті.¹²⁰ Бұл реформалардың маңызы зор, өйткені олар бұрын ұлттық жүйеде толыққанды исламдық қаржы сегментінің дамуын шектеген құрылымдық кедергілерді жоюға бағытталған.

Бұл бастама банк реттеуін жаңғыртуға бағытталған кеңірек бағдарламаның бір бөлігі болып табылады: қолданыстағы банк заңнамасы шамамен 30 жыл бұрын, цифрлық қаржылық қызметтер мен заманауи нарықтық құралдар кең таралмай тұрып әзірленген және содан бері бірнеше рет өзгертілген. Исламдық қаржыландыру осы реформалардың тек бір бөлігі болғанымен, бұл сегмент стратегиялық маңызға ие, өйткені Қазақстандағы 18–61 жас және одан жоғары халықтың 19,5% пайызын құрайтын шамамен 2,2 млн дін ұстанатын мұсылман тарапынан әлеуетті сұраныс бар.¹²¹

Стратегиялық тұрғыдан Astana International Exchange AIX Орталық Азияда исламдық қаржыға арналған функционалды алаң ұсынған алғашқы ойыншы ретінде артықшылыққа ие болды: оның жалпы құқық

жүйесі, шариғат қағидаттарына сәйкес құралдарды нарыққа жіберу процесі және жаһандық есеп айырысу желілерімен интеграциясы исламдық қаржы құралдарының жұмыс істейтін нарығын құруға мүмкіндік берді. Бүгінгі таңда Astana International Exchange биржасы алғашқы шариғат қағидаттарына сәйкес ETN-дерді (iX Islamic ETNs, 2022 жылғы маусым) орналастырды, халықаралық эмитенттердің сукуктарын кросс-листингтен өткізді (Islamic Development Bank — 2020, Qatar International Islamic Bank — 2020), ұлттық сукук бағдарламасын тіркеді (Tayyab Finance, 2025) және алғашқы қазақстандық сукукты (Gamma-T, 2024) іске қосты. Astana International Exchange-тің Tabadul Digital Exchange Hub¹²² платформасына қосылуы оның өңірлік қатысуын қосымша күшейтіп, нарыққа трансшекаралық қолжетімділік мүмкіндіктерін кеңейтеді және биржаны Орталық Азиядағы исламдық әрі дәстүрлі қаржы орталығы ретінде позициялайды. Бұл жетістіктер юрисдикция икемділігінің халықаралық басқару мен инфрақұрылыммен үйлесуі реттеушілік әлеуетті нақты нарықтық шындыққа айналдыратынын және қалыптасып келе жатқан нарық жағдайында шариғат қағидаттарына сәйкес инвестициялық экспозицияны іздейтін инвесторлар үшін сенімді платформа ұсынатынын көрсетеді.

¹¹⁹ AIFC Islamic Finance Rules (IFR)

¹²⁰ The Digital Tenge, Islamic Finance and the Protection of Depositors: The New Banking Law Discussed in the Mazhilis.

¹²¹ Islamic Finance Country Report for Kazakhstan – Islamic Development Bank, AIFC, 2024

¹²² Astana International Exchange (AIX) joins the Tabadul Hub – AIX.kz

6. «АСТАНА» ХАЛЫҚАРАЛЫҚ ҚАРЖЫ ОРТАЛЫҒЫ

BEPS СТАНДАРТТАРЫНА СӘЙКЕСТІК

6.3

АХҚО-ның арнайы салық режимі Organisation for Economic Co-operation and Development тарапынан ЭЫДҰ-ның BEPS бойынша Инклюзивті платформасы аясында жаһандық салықтық ашықтық стандарттарына сәйкес деп ресми түрде танылған. Бұл корпоративтік табыс салығы мен ҚҚС (Қосылған құн салығы) бойынша жеңілдіктерге үміткер АХҚО қатысушыларынан АХҚО-да нақты қатысудың бар екенін растауды талап ететін «елеулі қатысу» (Substantial Presence) қағидалары арқылы қамтамасыз етіледі. Атап айтқанда, мұндай қатысушылар

АХҚО аумағында табыс әкелетін негізгі функцияларды жүзеге асыруы және мәлімделген қызметіне сай келетін ресурстарға, шығындарға және персоналға ие болуы тиіс. Мұндай тәсіл АХҚО салық режимінің ашықтығы мен тұрақтылығын арттырады.

TABADUL-МЕН ИНТЕГРАЦИЯ

6.4

AIX Tabadul Digital Exchange Hub платформасының қатысушысы болды. Tabadul 2022 жылғы шілдеде Abu Dhabi Securities Exchange тарапынан нарықтарға өзара қолжетімділік моделіне негізделген өңірдегі алғашқы цифрлық биржалық платформа ретінде іске қосылды. AIX үшін Tabadul платформасына қосылу биржада айналыстағы құралдарға трансшекаралық қолжетімділікті кеңейтеді және Парсы шығанағы елдерінің нарықтарынан инвесторлар мен сауда белсенділігін тартудың қосымша арнасын қалыптастырады.

Операциялық модель және стратегиялық маңызы: Tabadul-мен интеграция трансшекаралық сауданы күрделі екіжақты модельден стандартталған API негізіндегі бірыңғай құрылымға ауыстырады. Tabadul платформасы нарықтарға өзара қолжетімділік моделін қалыптастырады, ол екі негізгі функцияны орындайды:



брокерлер мен инвесторлар үшін операциялық процестерді жеңілдетеді;

қабылдаушы биржаның талаптарын сақтай отырып, шетелдік нарықтарға қолжетімділіктің практикалық кедергілерін төмендетеді.

Tabadul қатысушы биржаларды байланыстырады және инвесторларға тиісті биржаның талаптарын сақтай отырып, өздерінің жергілікті брокерлері арқылы қосылған нарықтардағы бағалы қағаздармен сауда жасауға мүмкіндік береді. Бұл әрбір шетелдік нарықпен жеке операциялық байланыстар құру қажеттілігін азайтып, трансшекаралық инвестициялық мүмкіндіктерге қолжетімділікті жеңілдетеді. АХҚО үшін мұндай модель стратегиялық маңызға ие, өйткені ол AIX қатысушыларына Парсы шығанағы елдерінің нарықтарына неғұрлым жеңіл қолжетімділік береді, ал Abu Dhabi Securities Exchange инвесторлары мен қатысушыларына AIX-та айналыстағы құралдарға қол жеткізуге мүмкіндік береді.

Байланыстылық және капитал қозғалысы. Интеграция қабылдаушы биржаның талаптарына сәйкес келетін жергілікті брокерде тіркелген инвесторларға Tabadul-ға қатысушы нарықтардағы құралдарға қол жеткізуге мүмкіндік береді. Бастапқы кезеңде Abu Dhabi Securities Exchange қатысушылары АҚШ долларымен номинацияланған AIX бағалы қағаздарына қол жеткізді. Осы тұрғыда мысал ретінде Freedom Finance Global Қазақстан тарапынан Tabadul Hub брокері ретінде танылып, қосылды, ал BHM Capital Tabadul арқылы AIX алаңына Abu Dhabi Securities Exchange сауда қатысушысы ретінде қосылды.

Операциялық тұрғыдан бұл механизм Gulf Cooperation Council елдерінің инвесторлары тарапынан AIX алаңында айналыстағы бағалы қағаздар бойынша ордерлердің келуіне арналған қосымша арнаны қалыптастырады. Сонымен қатар, бұл механизм АХҚО қатысушыларына Gulf Cooperation Council нарықтарының акциялары мен басқа да құралдарына неғұрлым ыңғайлы әрі шығыны төмен қолжетімділік береді.

АХҚО-ДАН ТЫС ТАНЫЛҒАН МӘРТЕБЕ (RNAM/RNAMI)

6.5

Бұл мәртебе АХҚО - ның басқару және қадағалау стандарттарын төмендетпей, жаһандық қаржы жүйесімен интеграциялануының маңызды тетігі болып табылады. Осы жүйе аясында танудың екі санаты қарастырылған: Recognised Non-AIFC Market Institutions (RNAMI) — шетелдік биржалар мен клирингтік орталықтар үшін, және Recognised Non-AIFC Members (RNAM) — «Астана» халықаралық қаржы орталығының Қаржылық қызметтерді реттеу комитеті (АХҚО Қаржылық қызметтерді реттеу комитеті (AFSA)) үшін қолайлы стандарт бойынша реттелетін лицензияланған компаниялар үшін; олар биржада сауда жасай алады немесе биржа мен клирингтік орталықтың инфрақұрылымын пайдалана алады.

Recognised Non-AIFC Market Institutions (RNAMI) — АХҚО-дан тыс юрисдикцияда инвестициялық биржаны немесе клирингтік орталықты басқаратын тұлға өзінің қызмет түріне байланысты «Астана» халықаралық қаржы орталығының Қаржылық қызметтерді реттеу комитеті (АХҚО Қаржылық қызметтерді реттеу комитеті (AFSA))-ға АХҚО-дан тыс танылған инвестициялық биржа немесе АХҚО-дан тыс танылған клирингтік орталық ретінде тану туралы өтініш бере алады.

Recognised Non-AIFC Member (RNAM) — АХҚО-дан тыс юрисдикцияда орналасқан тұлға «Астана» халықаралық қаржы орталығының Қаржылық қызметтерді реттеу комитеті (АХҚО Қаржылық қызметтерді реттеу комитеті (AFSA))-ға өзін АХҚО-дан тыс танылған қатысушы (RNAM) ретінде тану туралы өтініш бере алады.

Бұл мәртебе АХҚО-дан тыс беделді ұйымдарға толық әрі қымбат жергілікті лицензиялау рәсімінен өтпей-ақ, АИХ/АХҚО нарығына және оның қатысушыларына тікелей қолжетімділік береді. «Астана» халықаралық қаржы орталығының Қаржылық қызметтерді реттеу комитеті (АХҚО Қаржылық қызметтерді реттеу комитеті (AFSA)) осы RNAM қатысушыларына қатаң бақылау жүргізіп, мониторинг шараларын қолданады, соның ішінде

- Нарықты мониторингтеу: заңсыз инсайдерлік сауда мен нарықты манипуляциялау әрекеттерін уақтылы анықтау және алдын алу үшін мәмілелерді тұрақты бақылау.
- Ағымдағы міндеттемелер: лицензиялаудағы кез келген өзгерістер, жергілікті (home) реттеуші тарапынан қолданылған тәртіптік шаралар немесе АХҚО-да тану талаптарына сәйкестік қабілетіне әсер етуі мүмкін операциялық оқиғалар туралы міндетті әрі уақтылы хабарлау.

Басқа танылған юрисдикцияларда лицензияланған халықаралық брокер-дилерлер АХҚО-дан тыс танылған қатысушы (RNAM) мәртебесін ала алады. Бұл мәртебе оларға АХҚО-да физикалық өкілдік ашпай-ақ немесе «Астана» халықаралық қаржы орталығының Қаржылық қызметтерді реттеу комитеті (АХҚО Қаржылық қызметтерді реттеу комитеті (AFSA)) лицензиялауының толық рәсімінен өтпей-ақ, АИХ алаңында қашықтан сауда жасау мүмкіндігін береді, бұл халықаралық лицензияланған компаниялар үшін сауда қызметін іске қосуды жылдам әрі тиімді етеді.

ЖАЗБАЛАР ҮШІН

КАПИТАЛ НАРЫҚТАРЫ: ҚАЗАҚСТАН, ӨЗБЕКСТАН, ҚЫРҒЫЗСТАН ЖӘНЕ ӘЗІРБАЙЖАННЫҢ ПЕРСПЕКТИВАЛАРЫ МЕН ТРЕНДТЕРІ

Астана» халықаралық қаржы орталығы (АХҚО) — Шығыс Еуропа және Орталық Азия аймағындағы №1 қаржы орталығы, сондай-ақ инновациялар мен бизнес өсімінің қарқынды хабы.

Әлемдік деңгейдегі реттеу, ерекше салық режимі, тәуелсіз сот жүйесі.

Біз арнайы жасалған жағдайлар: халықаралық стандарттар негізіндегі реттеу, дамыған қаржылық инфрақұрылым, тәуелсіз сот жүйесі, инновациялар мен сараптама арқылы бизнеске капитал тартуға көмектесеміз.



Қазақстан, Астана, Мәңгілік Ел, 55/18 ғимарат С3.3

Сайт: www.aifc.kz

Тіркеу және лицензиялау сұрақтары бойынша: client@aifc.kz

Талдау және жарияланымдар сұрақтары бойынша: industry.analysis@aifc.kz