

7. <https://gov.uz/uz/minenergy/news/view/29602>.

8. <https://www.iea.org/reports/electricity-2024/executive-summary>

## **ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫЕ ИНВЕСТОРЫ КАК ДРАЙВЕРЫ РАЗВИТИЯ РЫНКА КАПИТАЛА УЗБЕКИСТАНА**

**М.Б. Хамидулин**

*Высшая школа бизнеса и предпринимательства при Кабинете  
Министров Республики Узбекистан, д.э.н., профессор*

За годы независимости в Узбекистане произошли исторические преобразования. Радикальная рыночная реформа хозяйственного механизма призвана активизировать интерес людей к производству, предоставить им в экономике роль, соответствующую талантам и способностям. Немаловажным, и это неоднократно подчеркивается руководством страны, является сохранение высокой степени социальной защиты населения, что особенно важно в условиях переходной экономики.

Преобразование отношений собственности и формирование на этой основе многоукладной экономики происходит одновременно в двух направлениях. Первое направление - ликвидация монополии государственной собственности на средства производства путем ее разгосударствления и приватизации. Второе направление - стимулирование развития частной предпринимательской деятельности, создания на базе разгосударствленных активов предприятий, организующих свою деятельность на основе рыночных принципов хозяйствования и корпоративного права.

В результате широкомасштабной приватизации всех отраслей промышленности в стране сформировался класс собственников, включающий в том числе, более 1,5 млн. владельцев акций приватизированных предприятий. Однако их доля в общем объеме приватизируемых активов остается крайне незначительной, что не дает оснований говорить о наличии корпоративного контроля со стороны акционеров за деятельностью акционерных обществ.

В становлении и развитии финансовой системы каждого государства рынок ценных бумаг является наиболее обширным видом финансового рынка по объему совершаемых сделок и многообразию обращающихся на нем финансовых инструментов. Когда осуществляются масштабные процессы реформирования социальных и производственных отношений развитие наиболее динамичной части рынка ценных бумаг - рынка акций (фондового рынка или рынка капитала) выступает одним из приоритетных условий формирования многоукладной экономики, становления нового класса собственников. Незаменима роль рынка ценных бумаг и в качестве механизма для инвестирования временно свободных финансовых ресурсов. При этом, в отличие, скажем, от кредитного рынка, на рынке акций, имеют

хождение так называемые «терпеливые» (долгосрочные) инвестиции, что крайне важно для реального сектора экономики.

В Республике Узбекистан развитие рынка корпоративных ценных бумаг неразрывно связано с процессом приватизации и осуществляется с помощью мероприятий, рассчитанных на длительный период. Преобразования государственных предприятий в акционерное общество и последующая реализация акций, вероятно, является единственным способом быстрого введения прав частной собственности в крупных предприятиях; она также открывает перспективы для установления действенного корпоративного контроля за финансово-хозяйственной деятельностью предприятия. Эти взаимосвязанные черты присущи адекватно функционирующей рыночной экономике.

Однако, рассматривать сегодня отечественный фондовый рынок только как рычаг реализации процесса разгосударствления и приватизации означает сознательно принижать его роль и возможности в упорядочении и повышении эффективности многих экономических процессов и искусственно отделять его от общей финансовой системы страны. Сегодня фондовый рынок должен активно использовать свои эксклюзивные возможности проводить инвестиционные операции наиболее быстрым способом и по более справедливым ценам, чем на других видах финансового рынка. Главным и единственным условием развития фондового рынка является желание хозяйствующих субъектов привлекать инвестиционные ресурсы именно путем выпуска и размещения акций или долгосрочных корпоративных облигаций.

На это, в частности, направлено и принятие Указа Президента Республики Узбекистан от 18.12.2025 г. № УП-254 «О дополнительных мерах по улучшению инвестиционного климата на рынке капитала», предусматривающего привлечь до 2030 года дополнительно \$1 млрд за счёт внедрения современных финансовых инструментов. Поручено также обеспечить выпуск корпоративных облигаций на сумму не менее 5 трлн сумов.

Вопрос размещения корпоративных ценных бумаг требует отдельного внимания, так как в настоящее время практически отсутствует система привлечения средств домохозяйств на фондовый рынок республики. В настоящее время фондовый рынок Узбекистана и особенно его вторичный сегмент существуют как бы отдельно от реальной экономики. Ценные бумаги предприятий покупают для обеспечения контрольного пакета и получения доступа к средствам производства. Однако построить фондовый рынок на неработающих активах нельзя. Среди множества причин такого положения дел, в качестве основной считаю, не выполнение отечественным вторичным фондовым рынком своей главной задачи — повышение ликвидности ценных бумаг путем их регулярной котировки.

Вторичный рынок - это наиболее активная часть фондового рынка, где осуществляется большинство операций за исключением первичного размещения эмиссии корпоративных ценных бумаг. Именно на вторичном рынке за счет обращающегося на нем спекулятивного капитала формируется рыночная цена, например, акций, которая и является основой для оценки уровня капитализации акционерного общества и роста стоимости капитала акционеров. Наличие вторичного, с большим уровнем капитализации, фондового рынка, на котором регулярно котируются ценные бумаги, является одним из ключевых факторов привлечения стратегических инвесторов и на первичный рынок ценных бумаг.

Несмотря на значительное законодательное и инфраструктурное развитие фондового рынка Узбекистана необходимо отметить, что на нем практически отсутствуют инвестиционные институты, осуществляющие коллективное инвестирование, андеррайтинг, маркет-мейкерские операции, способные на профессиональном уровне оказать содействие хозяйствующим субъектам в быстром размещении и котировке ценных бумаг. Обращая внимание на зарубежный опыт необходимо отметить, что в повышении капитализации и ликвидности фондового рынка во всех промышленно развитых странах главную и незаменимую роль играют институциональные инвесторы: инвестиционные и пенсионные фонды; коммерческие банки; страховые компании и др.

Необходимо провести значительную работу как по институциональному обеспечению, так и повышению финансовой грамотности работников и населения, направленную на активизацию деятельности пенсионных фондов и страховых компаний в качестве портфельных инвесторов. Бытующее заблуждение о недостаточном уровне доходности инвестиций на рынке ценных бумаг, оцениваемое, как правило, уровнем выплачиваемых предприятиями дивидендов, к сожалению, взято на вооружение менеджерами практически всех отечественных структур, имеющих возможности аккумулировать и эффективно перераспределять финансовые ресурсы.

Эта причина взята на вооружение и отечественными коммерческими банками, в активных операциях которых доля инвестиционных вложений в корпоративные ценные бумаги оценивается уровнем статистической погрешности. Консервативность отечественных банков в проведении финансовых операций на фондовом рынке проистекает, в том числе, и из-за отсутствия структур на фондовом рынке Узбекистана, способных создать конкуренцию банкам по аккумулированию сбережений населения и инвестированию их в ценные бумаги.

При этом, не используются возможности институциональных инвесторов осуществлять регулярные котировки акций, находящихся в их инвестиционном портфеле. Такая деятельность на фондовом рынке

обеспечивает, как известно, не только рост ликвидности и курсовой стоимости акций и наивысшую, среди других видов финансового рынка доходность, но и благотворно сказывается на эффективности деятельности всей экономической системы.

Отечественный рынок капиталов имеет свой, пусть не столь впечатляющий, зато положительный опыт привлечения средств населения для инвестирования в акции приватизированных предприятий, посредство в виде приватизационных инвестиционных фондов (ПИФ), капитализация которых только за 5 лет функционирования (1996-2001гг.) возросла в 15 раз. С сожалением необходимо отметить, что, не смотря на принятие еще в 2015 году Закона Республики Узбекистан «Об инвестиционных и паевых фондах», новых инвестиционных фондов не создано, а несколько инвестиционных фондов эпизодически участвующих в операциях с ценными бумагами практически не влияют на активизацию отечественного фондового рынка.

Очевидно, практика привлечения инвестиционных институтов и, в первую очередь, институциональных инвесторов, для активизации рынка ценных бумаг должна найти самое широкое распространение в Узбекистане. В этой связи, со стороны соответствующих государственных органов должны быть приняты как минимум два решения. Во-первых, необходимо увеличить долю акций, находящихся в свободном обращении (**free-float**) за счет увеличения размещения акций приватизируемых предприятий на ташкентской фондовой бирже. Во-вторых, обязать (через представителей государства в корпоративных органах управления) акционерные общества, акции которых предназначены для проведения первичного и вторичного публичных размещений на зарубежных рынках капитала (IPO, SPO) эмитировать привилегированные акции с достойным размером выплачиваемых дивидендов для проведения внутренних IPO с участием институциональных инвесторов.

#### **Список литературы:**

*Закон Республики Узбекистан «Об инвестиционных и паевых фондах», 2015г.*

*Указ Президента Республики Узбекистан, от 11.09.2023 г. № УП-158 О Стратегии «Узбекистан – 2030».*

*Указ Президента Республики Узбекистан от 18.12.2025 г. № УП-254 «О дополнительных мерах по улучшению инвестиционного климата на рынке капитала»*