



ОЦЕНКА ТЕКУЩЕГО СОСТОЯНИЯ НАЦИОНАЛЬНОГО РЫНКА КАПИТАЛА В УЗБЕКИСТАНЕ

PhD, доц. Элов Дилшод Абдужаббарович

Национальный университет Узбекистана имени Мирзо Улугбека

ORCID: 0000-0002-6866-8598

elov.dilshod@mail.ru

Муродов Темур Баходиржон ўғли

Национальный университет Узбекистана имени Мирзо Улугбека

murodovtemur2110@gmail.com

Аннотация. Национальный рынок капитала в Узбекистане претерпевает значительную трансформацию в рамках более широких усилий страны по экономической либерализации и модернизации. В данной статье дается углубленная оценка текущего состояния рынка капитала Узбекистана, анализируются проблемы, с которыми он сталкивается, и перспективы его развития. Анализ опирается на недавние реформы, изменения в законодательстве и рыночные тенденции для оценки эффективности текущих стратегий и предложения рекомендаций по дальнейшим улучшениям. Результаты подчеркивают важность целостной нормативно-правовой базы, повышения прозрачности рынка и повышения уверенности инвесторов в создании динамичного и устойчивого рынка капитала в Узбекистане.

Ключевые слова: рынок капитала, экономическая реформа, нормативно-правовая база, доверие инвесторов, развитие рынка.

O'ZBEKISTONDA MILLIY KAPITAL BOZORI HOZIRGI HOVLATINI BAHOLASH

PhD, dots. Elov Dilshod Abdujabbarovich

Mirzo Ulug'bek nomidagi O'zbekiston Milliy univertiteti

Murodov Temur Bakhodirjon ugli

Mirzo Ulug'bek nomidagi O'zbekiston Milliy univertiteti

Annotatsiya. O'zbekistonda milliy kapital bozori mamlakatda iqtisodiyotni yanada liberallashtirish va modernizatsiya qilish bo'yicha olib borilayotgan keng ko'lamlı sa'y-harakatlar doirasida sezilarli o'zgarishlarni boshdan kechirmoqda. Ushbu maqolada O'zbekiston kapital bozorining bugungi holatiga chuqur baho berilgan, u duch kelayotgan muammolar va rivojlanish istiqbollari tahlil qilingan. Tahlil amaldagi strategiyalar samaradorligini baholash va keyingi takomillashtirish bo'yicha tavsiyalar berish uchun so'nggi islohotlar, qonunchilikdagi o'zgarishlar va bozor tendentsiyalariga tayanadi. Natijalar O'zbekistonda dinamik va barqaror kapital bozorini yaratishda izchil me'yoriy-huquqiy baza, bozor shaffofligini oshirish va investorlarning ishonchini oshirish muhimligini ta'kidlaydi.

Kalit so'zlar: kapital bozori, iqtisodiy islohot, qonunchilik bazasi, investor ishonchi, bozorni rivojlantirish.

ASSESSMENT OF THE CURRENT STATE OF THE NATIONAL CAPITAL MARKET IN UZBEKISTAN

Phd , assoc. prof. Elov Dilshod Abdujabbarovich
National University of Uzbekistan named after Mirzo Ulugbek
Murodov Temur Bakhodirjon ugli
National University of Uzbekistan named after Mirzo Ulugbek

Abstract. *The national capital market in Uzbekistan is undergoing a significant transformation as part of the country's broader economic liberalization and modernization efforts. This article provides an in-depth assessment of the current state of the capital market in Uzbekistan, analyzes the problems it faces and the prospects for its development. The analysis draws on recent reforms, legislative changes and market trends to assess the effectiveness of current strategies and suggest recommendations for further improvements. The results highlight the importance of a coherent regulatory framework, increased market transparency and increased investor confidence in creating a dynamic and sustainable capital market in Uzbekistan.*

Key words: *capital market, economic reform, legal framework, investor confidence, market development*

Введение.

Национальный рынок капитала в Узбекистане претерпевает значительную трансформацию, поскольку страна встает на путь экономической либерализации и модернизации. Исторически финансовый сектор Узбекистана характеризовался ограниченными рыночными механизмами, доминирующим присутствием государства и фрагментированной нормативно-правовой базой. Однако в последние годы были предприняты согласованные усилия по развитию более устойчивого и динамичного рынка капитала, который соответствует международным стандартам и привлекает как внутренние, так и иностранные инвестиции.

Рынки капитала играют решающую роль в экономическом развитии страны, предоставляя платформу для привлечения капитала, обеспечивая эффективное распределение ресурсов и способствуя экономическому росту. Для Узбекистана развитие хорошо функционирующего рынка капитала имеет важное значение для поддержки более широкой программы экономических реформ, которая направлена на снижение государственного контроля, содействие росту частного сектора и более полную интеграцию в мировую экономику.

Несмотря на эти усилия, узбекский рынок капитала сталкивается с рядом проблем. Нормативно-правовая база остается недостаточно развитой, доверие инвесторов подрывается проблемами прозрачности и управления, а рыночная инфраструктура все еще находится на начальной стадии. Программа развития рынка капитала на 2021-2023 годы стала важным шагом на пути решения этих проблем, наметив комплексные реформы, направленные на консолидацию законодательства, усиление регуляторного надзора и внедрение новых финансовых инструментов. Целью данной статьи является дать детальную оценку текущего состояния национального рынка капитала в Узбекистане. Он рассмотрит недавние реформы, проанализирует существующие проблемы и изучит потенциальные возможности для будущего развития. Таким образом, исследование направлено на то, чтобы дать представление об эффективности текущих реформ и предоставить рекомендации политикам по созданию более динамичного и устойчивого рынка капитала.

Литературный обзор.

В последнее время Узбекистан активизировал усилия по реформированию регулирования рынка капитала наряду с более широкими институциональными изменениями. Существующая правовая база рынка капитала страны ограничена по объему и не соответствует международным стандартам, таким как Принципы регулирования ценных бумаг IOSCO. Чтобы устранить эти недостатки, правительство часто издает президентские и министерские указы, направленные на устранение пробелов в действующем Законе о рынке ценных бумаг, что приводит к фрагментированной и громоздкой нормативной среде. Азиатский банк развития назвал эту «непрозрачную нормативно-правовую базу» серьезным препятствием на пути эффективного содействия развитию рынка в Узбекистане (АБР Technical Assistance Report, 2021). В ответ на это в 2020 году был начат ряд реформ, направленных на объединение существующих законов, актов и указов во всеобъемлющий кодекс рынков капитала, тем самым устраняя барьеры для потенциальных иностранных и отечественных инвесторов на внутреннем рынке ценных бумаг (Постановление, 2020). В программе развития рынка капитала на 2021–2023 годы, распространение нормативных требований было названо основным препятствием на пути развития рынка. Программа поручала Министерству финансов (ныне Министерство экономики и финансов), Центральному банку и Министерству инвестиций и внешней торговли (ныне Министерство инвестиций, промышленности и внешней торговли) объединить существующие законодательные и нормативные акты в проект Закона о рынках капитала (Постановление, 2023), соответствующий принципам IOSCO.

Финансовой экосистеме Узбекистана мешает отсутствие эффективного межбанковского денежного рынка. Доминирующие государственные банки полагаются на субсидируемые государственные фонды, в то время как более мелкие частные банки в первую очередь зависят от депозитного финансирования. Следовательно, существует мало операций на открытом рынке, которые могли бы служить рыночными ориентирами для цен денежного рынка, в результате чего ставка рефинансирования Центрального банка остается единственным индикатором. Чтобы решить эту проблему, продолжающийся процесс приватизации направлен на снижение роли государства в субсидировании крупных банков (Назиров, 2020). Кроме того, правительству следует ввести такие инструменты, как соглашения РЕПО и валютные свопы, чтобы стимулировать развитие рынка капитала.

Аналогичным образом, рынок долгового капитала в Узбекистане недостаточно развит, характеризуется низкой ликвидностью и недостаточным объемом эмиссий и торгов. Государственные облигации в основном краткосрочные, и на сегодняшний день, было выпущено только три долгосрочных выпуска. Отсутствие заранее объявленного календаря аукционов не позволяет потенциальным участникам торгов участвовать, а пороговая доходность аукционов привязана к учетной ставке Центрального банка, что указывает на то, что торги не являются рыночными. Эти проблемы препятствуют созданию достоверной кривой доходности государственных облигаций, которая необходима для точного определения цены корпоративных облигаций. Программа развития рынка капитала на 2021–2023 годы направлена на решение этих проблем путем создания календаря аукционов, включающего регулярные выпуски 3-летних и 5-летних облигаций, способствующих формированию эффективной кривой доходности.

Пакет реформ рынка капитала 2022 года ввел новые правила выпуска ценных бумаг как на местных, так и на зарубежных фондовых рынках, направленные на увеличение количества размещений на Республиканской фондовой бирже «Тошкент». Начиная с апреля 2022 года эмитенты обязаны размещать акции на УЗФБ до или одновременно с любым размещением на иностранных фондовых биржах (Мирошникова, 2022).

Главным недостатком финансовой экосистемы Узбекистана является отсутствие стратегического направления со стороны правительства. Хотя Узбекистан демонстрирует

растущий интерес к развитию своего внутреннего рынка капитала, особенно с принятием Программы развития рынка капитала на 2021-2023 годы, по-прежнему отсутствует скоординированная долгосрочная стратегия, определяющая приоритеты государства по развитию рынка капитала и направляющая проведение реформ финансового рынка.

Институциональная и нормативная координация

Что касается институциональной структуры, правительство провело быстрые и порой противоречивые реформы. Примечательно, что Агентство по развитию рынка капитала (CMDA), созданное в 2019 году, через два года было упразднено, а его функции переданы Департаменту развития рынка капитала Министерству экономики и финансов. Ведомство отвечает за реализацию политики по развитию и регулированию рынка ценных бумаг, защите прав инвесторов и обеспечению соблюдения законодательства. Согласно постановлению, компаниям разрешено размещать свои акции на зарубежных фондовых биржах при условии, что первичное размещение произойдет на отечественной фондовой бирже²⁶⁶. Это, наряду с предлагаемыми корректировками платформ обмена ценных бумаг в Узбекистане, могло бы частично снять обеспокоенность по поводу неэффективного содействия развитию рынка и ограниченного предложения ценных бумаг.

Число государственных учреждений, участвующих в регулировании финансового сектора, сократилось после подчинения в 2021 году функций CMDA Министерству экономики и финансов и передачи в 2022 году мандата Агентству по развитию страхового рынка тому же министерству. Эта консолидация уменьшила фрагментацию регулирующего надзора среди государственных органов Узбекистана. Однако функции регулирования по-прежнему разделены между Министерством экономики и финансов и Центральным банком, при этом полномочия по регулированию государственных ценных бумаг, крупнейшего класса активов, частично совпадают. Министерство финансов теперь регулирует пенсионную систему, аудит, страховой рынок и корпоративные ценные бумаги (включая Республиканскую фондовую биржу «Тошкент»), а Центральный банк курирует банковский сектор, валютный рынок (включая Республиканскую валютную биржу Узбекистана), и небанковские кредитные организации (Деттони, 2019).

Учитывая, что Министерству экономики и финансов принадлежат доли во всех крупных государственных банках, кроме одного (от 10% в «Асака-банке» до 97% в «Ипотека-банке»), могут возникнуть потенциальные конфликты интересов. Остальная часть государственной собственности в банках Узбекистана находится в ведении Фонда реконструкции и развития Узбекистана, который владеет долями от 24% в банке «Кишлоққурилиш» до 88% в банке «Турон», не имея регулирующей роли²⁶⁷.

Методология исследования.

Основной целью настоящего исследования является формулирование научных и практических предложений и рекомендаций, направленных на развитие финансово-кредитной системы Узбекистана, с особым акцентом на повышение функциональности рынка капитала, важнейшего сегмента финансового рынка. Достигнув этого, как физические, так и юридические лица получают улучшенный доступ к финансовым ресурсам, необходимым для финансирования своих инвестиционных проектов через рынок капитала. В методологии исследования использовался ряд методов, включая научную абстракцию, статистическое наблюдение, сравнение, группировку, а также индуктивные и дедуктивные рассуждения. Благодаря применению этих методов в исследовании разработаны научные и практические предложения по оптимизации работы финансово-кредитной системы страны путем содействия развитию рынка капитала.

²⁶⁶ ADB (2021), Sector assessment (summary): finance, <https://www.adb.org/sites/default/files/linked-documents/53161-001-ssa.pdf>

²⁶⁷ Указ Президента Республики Узбекистан "О мерах по дальнейшему развитию рынка капитала", <https://lex.uz/docs/5371145>

Результаты и обсуждения.

Данные показывают, что наибольший объем и доля инвестиций в основной капитал среди малых предприятий и микрофирм сосредоточены в нескольких ключевых секторах. Лидирует промышленность, объем инвестиций составляет 51 миллиард 507,1 миллиарда сумов, что составляет 51,5% от общего объема инвестиций. Это подчеркивает значение промышленной деятельности в стимулировании экономического роста в этом сегменте.

Следом следует строительство: объем инвестиций составил 12 миллиардов 794,2 миллиарда сумов, что составляет 12,8% от общего объема инвестиций. Значительные ассигнования на строительство указывают на сосредоточенность на развитии инфраструктуры и проектах в сфере недвижимости, что отражает потенциальные возможности для роста и расширения в этом секторе. Торговый сектор занимает третье место по объему инвестиций: вложено 7 миллиардов 732,3 миллиарда сумов, что составляет 7,7% от общего объема. Это подчеркивает важность торговой деятельности в рыночной динамике малых предприятий и микрофирм, отражающей потребительский спрос и рыночную конкурентоспособность. Заметную долю инвестиций получили сельское, лесное и рыбное хозяйство на общую сумму 5053,2 млрд сумов, что составляет 5,1% от общего объема инвестиций. Это выделение подчеркивает акцент на развитии сельского хозяйства и производстве продуктов питания в этом сегменте, демонстрируя возможности для инноваций и устойчивого развития в этих секторах. В транспортно-складскую сферу вложено 4 миллиарда 047,6 миллиарда сумов, что составляет 4,1% от общего объема инвестиций. Это указывает на акцент на совершенствовании возможностей логистики и цепочки поставок, необходимых для содействия эффективным бизнес-операциям и расширению охвата рынка. В сферу здравоохранения и социальных услуг привлечены инвестиции на сумму 2 миллиарда 721,2 миллиарда сумов, что составляет 2,7% от общего объема инвестиций. Это распределение означает растущую важность медицинских услуг и инициатив социального обеспечения на малых предприятиях и микрофирмах, отражая приверженность благополучию общества.

Таблица 1.

Доля различных источников в инвестициях в основной капитал²⁶⁸

| | 2000 | 2005 | 2010 | 2015 | 2020 | 2021 | 2022 |
|--|------|------|------|------|------|------|------|
| Доля иностранных инвестиций и кредитов в инвестициях в основной капитал | 23,2 | 21,7 | 26,4 | 18,5 | 42,7 | 42,3 | 42,8 |
| Доля банковских кредитов и других заемных средств в инвестициях в основной капитал | 7,2 | 3,8 | 9 | 11 | 7,6 | 8 | 6,6 |
| Доля привлеченных средств в инвестициях в основной капитал | 60,9 | 42,5 | 47,5 | 43,8 | 59,2 | 62 | 59,4 |

В сферу услуг проживания и питания поступило инвестиций на общую сумму 1 миллиард 428,7 миллиарда сумов, что составляет 1,4% от общего объема инвестиций. Такое распределение подчеркивает значимость услуг гостеприимства и общественного питания в удовлетворении потребительского спроса и продвижении туристической деятельности в этом сегменте. Наименьшую долю инвестиций обеспечивает информационно-коммуникационный сектор: выделено 726,2 млрд сумов, что составляет лишь 0,7% от общего объема инвестиций. Несмотря на свою относительно меньшую долю, этот сектор играет решающую роль в стимулировании технологических достижений и

²⁶⁸ Агентство статистики при Президенте Республики Узбекистан, <https://stat.uz/en/official-statistics/investments>

цифровой трансформации на малых предприятиях и микрофирмах, прокладывая путь к повышению эффективности и конкурентоспособности.

Доля иностранных инвестиций и кредитов в инвестициях в основной капитал колебалась на протяжении многих лет. Данные указывают на общую тенденцию к росту с 2000 по 2022 год со значительным увеличением с 18,5% в 2015 году до 42,8% в 2022 году²⁶⁹. Этот существенный рост, предполагает растущую зависимость от иностранного капитала для финансирования инвестиций в основной капитал, что потенциально указывает на расширение международного партнерства и глобализация деловой деятельности. Напротив, доля банковских кредитов и других заемных средств в инвестициях в основной капитал оказалась более изменчивой. Хотя на протяжении многих лет наблюдались колебания, общая тенденция показывает небольшое снижение с 11% в 2015 году до 6,6% в 2022 году. Это снижение может отражать переход к альтернативным источникам финансирования или изменения в структуре заимствований среди малых предприятий и микрофирм. Доля привлеченных средств, включающая в себя собственный капитал, нераспределенную прибыль и другие внутренние источники, на протяжении многих лет оставалась относительно стабильной. Несмотря на некоторые колебания, данные свидетельствуют о последовательной опоре на привлеченные средства для финансирования инвестиций в основной капитал с небольшим ростом с 43,8% в 2015 году до 59,4% в 2022 году. Это предполагает сохранение акцента на самофинансирование и реинвестирование прибыли в рамках данного направления. Анализ этих трех источников инвестиций в основной капитал выявляет несколько ключевых тенденций и последствий для малых предприятий и микрофирм.



Рисунок 1. Общая стоимость рынка капитала по секторам экономики

Растущая доля иностранных инвестиций и кредитов подчеркивает важность глобальной экономической интеграции и доступа к внешним источникам финансирования для стимулирования роста и расширения. С другой стороны, снижение доли банковских кредитов и других заемных средств может сигнализировать об изменении предпочтений в области заимствований или ужесточении условий кредитования на внутреннем финансовом рынке.

Кроме того, постоянная зависимость от привлеченных средств подчеркивает устойчивость и самостоятельность малых предприятий и микрофирм в финансировании своих инвестиций. Используя внутренние ресурсы и капитал, эти предприятия демонстрируют приверженность долгосрочной стабильности и росту, снижая зависимость от внешних источников финансирования.

²⁶⁹ Агентство статистики при Президенте Республики Узбекистан, <https://stat.uz/en/official-statistics/investments>

В 2023 году в биржевых торгах участвовали ценные бумаги эмитентов 10 секторов экономики²⁷⁰. Наибольшее количество транзакций, было зафиксировано в банковском и промышленном секторах. В частности, с ценными бумагами эмитентов банковского сектора было проведено 229 898 сделок, что составило 55,82% всех биржевых операций. В промышленном секторе зафиксировано 36 798 сделок с ценными бумагами 12 эмитентов, что составляет 8,93% от общего объема биржевых сделок. Только на банковский сектор пришлось 35,83% от общего объема биржевых операций при общей сумме сделок 971,97 млрд сумов. Сделки с ценными бумагами других отраслей составили 702,69 млрд сумов, или 25,90% от общего биржевого объема. В агропромышленном и энергетическом секторах заключены сделки на сумму 597,74 миллиарда и 119,45 миллиарда сумов соответственно. Наименьшие объемы сделок зафиксированы в строительной и лизинговой сферах - 17,76 млрд и 13,90 млрд сумов соответственно.

Закключение.

Рынок капитала Узбекистана находится на критическом этапе. Несмотря на значительный прогресс, достигнутый в последние годы, существенные проблемы остаются. Решение этих проблем требует скоординированного и стратегического подхода, который укрепляет нормативно-правовую базу, создает рыночную инфраструктуру, способствует прозрачности и управлению, а также поощряет инвестиции.

Реализуя эти меры, Узбекистан может создать более надежный и динамичный рынок капитала, который поддерживает его более широкую программу экономических реформ. Такой рынок может сыграть жизненно важную роль в стимулировании экономического роста, содействии развитию частного сектора и более полной интеграции Узбекистана в мировую экономику. Перспективы на будущее многообещающие, но их реализация потребует устойчивой приверженности и усилий как со стороны политиков, так и со стороны участников рынка.

Литература/ Reference:

(2023) Постановление Президента Республики Узбекистан "О мерах по дальнейшему совершенствованию системы регулирования рынка капитала", <https://lex.uz/docs/5370973>

АБР Technical Assistance Report (2021 г.), Republic of Uzbekistan: Supporting the Financial Markets Development Program, <https://www.adb.org/sites/default/files/project-documents/53161/53161-001-tar-en.pdf>

Деттони Дж. (2019), «Узбекистан дает зеленый свет реформе рынка капитала 2020 года», FDI Intelligence, <https://www.fdiintelligence.com/content/news/uzbekistan-greenlights-2020-capital-market-reform-75988>

Мирошникова Д. (2022), «Концентрация собственности в банковской системе Узбекистана и продолжающийся процесс приватизации», Review.Uz, <https://review.uz/en/post/uzbekistans-banking-system-ownership-concentration-and-the-ongoing-privatization-process>

Назирова А. (2020), «Почему Узбекистану нужен единый финансовый регулятор. Колонка главы АРПК Атабека Назирова: Зачем Узбекистану нужен единый финансовый регулятор. Колонка главы Агентства развития рынка капитала (СМДА) Атабека Назирова», Spot.Uz, <https://www.spot.uz/ru/2020/05/18/regulator/>

Постановление (2020) Постановление Президента Республики Узбекистан "О дополнительных мерах по внедрению эффективных механизмов поддержки рынка капитала", <https://lex.uz/ru/docs/5825751>

²⁷⁰ Биржевое обозрение – 2023 год.
https://www.uzse.uz/system/analytics/pdfs/000/000/200/original/%D0%91%D0%B8%D1%80%D0%B6%D0%B5%D0%B2%D0%BE%D0%B5_%D0%BE%D0%B1%D0%BE%D0%B7%D1%80%D0%B5%D0%BD%D0%B8%D0%B5_%D0%BF%D0%BE_%D0%B8%D1%82%D0%BE%D0%B3%D0%B0%D0%BC_2023_%D0%B3%D0%BE%D0%B4%D0%B0.pdf?1712204827