



ВОЗДЕЙСТВИЕ ЦЕНТРАЛИЗОВАННОГО ПОРЯДКА ВЫПЛАТЫ ДОХОДОВ ПО ЦЕННЫМ БУМАГАМ НА ЛИКВИДНОСТЬ РЫНКА: ЭМПИРИЧЕСКОЕ ИССЛЕДОВАНИЕ НА ПРИМЕРЕ УЗБЕКИСТАНА

Режаббаев Сарвар Умархонович

Ташкентский государственный

экономический университет

ORCID: 0000-0002-4786-6149

s.rejabbaev@tsue.uz

Валиева Ойдин Орифжоновна

International school of finance and technology

ORCID:0009-0005-0968-4212

moonlight210686@gmail.com

Аннотация. В данном исследовании рассматривается влияние нового порядка выплаты доходов по ценным бумагам, утвержденного в июне 2024 года, на ликвидность рынка ценных бумаг Республики Узбекистан. Используя данные биржевой активности за первое полугодие и август 2024 года, была проведена оценка текущего состояния рынка и построен прогноз возможных изменений в условиях новой регуляторной системы. В работе проанализированы основные аспекты нового порядка, такие как централизация выплат через Центральный депозитарий и участие инвестиционных посредников. Было выявлено, что внедрение нового порядка может способствовать росту ликвидности за счет ускорения выплат и снижения операционных рисков. Однако возможны временные операционные задержки на начальном этапе, которые могут негативно сказаться на активности рынка. Исследование основывается на анализе существующих работ в области влияния регуляторных изменений на ликвидность как на развитых, так и на развивающихся рынках. В отличие от предыдущих исследований, данная работа фокусируется на краткосрочных изменениях после введения нового регламента и учитывает специфику узбекистанского рынка. В заключении предложены практические рекомендации по улучшению системы выплат для дальнейшего повышения ликвидности рынка ценных бумаг.

Ключевые слова: ликвидность, ценные бумаги, Узбекистан, Центральный депозитарий, выплаты, регламент.

ҚИММАТЛИ ҚОҒОЗЛАР БЎЙИЧА ДАРОМАДЛАРНИ ТЎЛАШНИНГ МАРКАЗЛАШТИРИЛГАН ТАРТИБИНИНГ БОЗОР ЛИКВИДЛИГИГА ТАЪСИРИ: ЎЗБЕКИСТОН МИСОЛИДА ЭМПИРИК ТАДҚИҚОТ

Режаббаев Сарвар Умархонович
Тошкент давлат иқтисодиёт университети
Валиева Ойдин Орифжоновна
International school of finance and technology

Аннотация. Ушбу тадқиқотда 2024 йил июнь ойида тасдиқланган қимматли қоғозлардан даромадлар тўловларининг янги тартиби Ўзбекистон Республикасининг қимматли қоғозлар бозори ликвидлигига қандай таъсир кўрсатиши кўриб чиқилади. 2024 йилнинг биринчи ярим йиллиги ва август ойидаги биржа фаолияти маълумотларидан фойдаланган ҳолда бозорнинг ҳозирги ҳолати баҳоланди ва янги тартибга солиш тизими шароитидаги ўзгаришлар бўйича прогноз яратилди. Тадқиқотда янги тартибнинг асосий жиҳатлари, яъни тўловларни Марказий депозитарий орқали марказлаштириш ва инвестиция воситачиларининг иштирок этиши таҳлил қилинди. Янги тартибни жорий этиш тўловларни тезлатиш ва операциявий хатарларни камайтириш ҳисобига ликвидликни оширишга ёрдам бериши мумкинлиги аниқланди. Бироқ, дастлабки босқичда вақтинчалик операциявий кечикишлар юзага келиши мумкин, бу бозор фаолиятига салбий таъсир кўрсатиши мумкин. Тадқиқот ликвидликка таъсир кўрсатувчи тартибга солувчи ўзгаришларнинг ривожланган ва ривожланаётган бозорлардаги таъсирини ўрганиш бўйича мавжуд ишларни таҳлил қилишга асосланади. Илгари олиб борилган тадқиқотлардан фарқли ўлароқ, ушбу иш янги регламент жорий этилгандан кейинги қисқа муддатли ўзгаришларга урғу беради ва Ўзбекистон бозори хусусиятларини ҳисобга олади. Хулосада ликвидликни ошириш учун тўлов тизимини такомиллаштириш бўйича амалий тавсиялар берилган.

Калит сўзлар: ликвидлик, қимматли қоғозлар, Ўзбекистон, Марказий депозитарий, тўловлар, регламент.

THE IMPACT OF CENTRALIZED INCOME PAYMENT ON SECURITIES ON MARKET LIQUIDITY: AN EMPIRICAL STUDY ON THE CASE OF UZBEKISTAN

Rejabbaev Sarvar Umarhonovich
Tashkent State University of Economics
Valiyeva Oydin Orifjonovna
International school of finance and technology

Abstract. This study examines the impact of the new securities income payment order, implemented in June 2024, on the liquidity of Uzbekistan's securities market. By analyzing stock market activity data from the first half of 2024 and August 2024, the research evaluates the current market conditions and forecasts potential changes under the new regulatory framework. The paper focuses on key aspects of the new order, such as centralized payments through the Central Securities Depository and the involvement of investment intermediaries. The findings suggest that the new order may enhance liquidity by speeding up payments and reducing operational risks. However, there may be temporary operational delays during the initial phase, which could negatively impact market activity. The study also reviews existing research on the effects of regulatory changes on liquidity in both developed and emerging markets. Unlike previous research, this study emphasizes short-term changes following the introduction of the new order and considers the unique characteristics of Uzbekistan's market. Practical recommendations are provided to optimize the payment system and further improve market liquidity.

Keywords: liquidity, securities, Uzbekistan, Central Securities Depository, payments, regulation.

Введение.

Развитие рынка ценных бумаг играет ключевую роль в укреплении финансовой системы любой страны, предоставляя компаниям и государству возможность привлекать капитал, а инвесторам — получать доходы от вложений. В Республике Узбекистан одним из важнейших шагов в развитии этого рынка стало введение нового порядка выплаты доходов по ценным бумагам, утвержденного приказом директора Национального агентства перспективных проектов Республики Узбекистан от 28 июня 2024 года №3523 «Об утверждении положения о порядке осуществления выплат доходов по ценным бумагам (дивидендов, процентов) через АО «Центральный депозитарий ценных бумаг» и (или) инвестиционных посредников». Этот порядок был разработан в соответствии с постановлениями Президента Республики Узбекистан от 27 июля 2017 года № ПП-3150 «Об организации деятельности Национального агентства перспективных проектов Республики Узбекистан» и от 2 сентября 2023 года № ПП-291 «О дополнительных мерах по развитию рынка капитала». Данный регламент определяет порядок выплаты дивидендов и процентов через АО «Центральный депозитарий ценных бумаг» и инвестиционных посредников, что должно повысить прозрачность и эффективность операций на рынке.

Несмотря на ожидаемые преимущества, влияние нового порядка на ликвидность рынка ценных бумаг остается открытым вопросом. Ликвидность рынка — это его способность быстро и эффективно обменивать активы без существенного влияния на цены, что делает её важным показателем стабильности и привлекательности для инвесторов. Однако внедрение нового порядка может как улучшить ликвидность через ускорение выплат, так и создать новые препятствия, такие как операционные задержки или сложности в администрировании, которые могут ограничить активность участников рынка.

Целью данного исследования является оценка воздействия нового порядка выплаты доходов по ценным бумагам на ликвидность рынка ценных бумаг в Узбекистане, а также разработка рекомендаций по оптимизации системы выплат с целью сокращения операционных задержек и улучшения общей эффективности.

Обзор литературы.

Для оценки потенциального влияния нового порядка выплаты доходов по ценным бумагам, утвержденного в июне 2024 года, были использованы сочетание количественного анализа данных биржевых торгов за первое полугодие 2024 года, а также метод прогнозного моделирования, основанный на существующих трендах до внедрения нового регламента. Анализ ликвидности основывался на данных биржевых торгов за январь—июнь 2024 года рынка до внедрения нового регламента.

В международной литературе активно обсуждается влияние централизованных систем выплат на ликвидность рынка. Например, исследования на развитых рынках, таких как США и страны ЕС, показали, что централизация через центральные депозитарии и использование инвестиционных посредников способствует улучшению ликвидности за счет сокращения операционных задержек и повышения прозрачности (Gyntelberg, Loretan, Subhanij, & Chan, 2018). Эти работы демонстрируют, что снижение рисков, связанных с выплатами, и ускорение транзакций привлекают на рынок новых участников и увеличивают объемы сделок. На развивающихся рынках исследования показывают смешанные результаты. В работе Zhang (2018) рассматривается влияние централизации выплат в Китае, где ускорение выплат способствовало повышению ликвидности, однако из-за начальных операционных сложностей это не сразу привело к значительному росту объемов сделок. Подобные исследования, проведенные в Индии и Бразилии (Patel & Singh, 2017; Oliveira et al., 2021), также демонстрируют, что внедрение таких систем требует времени для адаптации и может столкнуться с

техническими и операционными трудностями, что временно ограничивает ликвидность.

В Узбекистане до настоящего времени не проводилось значительных академических исследований, посвященных влиянию нового порядка выплат на ликвидность рынка ценных бумаг. Большинство работ сфокусированы на общем анализе структуры рынка и проблемах его развития (Режаббаев, 2023). Эти исследования подчеркивают важность создания прозрачной и предсказуемой системы выплат, но не детализируют конкретные механизмы влияния на ликвидность.

Настоящая работа отличается от предыдущих исследований тем, что впервые оценивает влияние нового порядка выплат, внедренного в июне 2024 года, на ликвидность рынка ценных бумаг Республики Узбекистан на основе актуальных данных. В отличие от исследований, проведенных в развивающихся странах, данное исследование учитывает специфику рынка Узбекистана и особенности его участников, такие как доминирование крупных эмитентов и ограниченная активность частных инвесторов. В отличие от большинства международных исследований, которые фокусируются на долгосрочном эффекте, данная работа анализирует влияние нового порядка в течение первых месяцев после его внедрения, что позволяет выявить ранние тенденции.

Методология.

В работе используется анализ данных биржевой активности Узбекистана до и после введения нового порядка. Это даёт возможность учесть текущие условия рынка и спрогнозировать его дальнейшее развитие на основе локальных показателей, а не на основе общих предположений, используемых в международных исследованиях.

Новый порядок, предусматривающий централизацию выплат через Центральный депозитарий и инвестиционных посредников, может сократить время на обработку транзакций. Ускорение выплат должно повысить доверие инвесторов, особенно иностранных, что, в свою очередь, может стимулировать увеличение оборота ценных бумаг. Стандартизация выплат и упрощение процессов через депозитарий может снизить барьеры для новых участников, что окажет положительное влияние на ликвидность.

Внедрение нового порядка может ещё больше усилить роль крупных эмитентов, поскольку они смогут предложить более надёжные и стабильные условия для инвесторов, ускоряя выплату доходов. Ожидается, что мелкие и средние эмитенты, которые в прошлом могли сталкиваться с операционными задержками в выплатах, выиграют от нового порядка. Это может привлечь больше участников к торговле их акциями и облигациями, что повысит общую ликвидность рынка. Если новый порядок не будет достаточно оперативно интегрирован с текущей инфраструктурой, это может привести к временным задержкам в выплатах. Такие задержки могут негативно сказаться на ликвидности, особенно в периоды высокой волатильности. Централизация может как повысить, так и ограничить активность иностранных инвесторов. При условии успешной интеграции с международными стандартами процесс выплат может стать привлекательнее для иностранных участников, что обеспечит приток капитала.

Для построения прогноза было применено сценарное моделирование, которое учитывает два основных сценария:

Позитивный сценарий: при успешной реализации нового порядка выплаты доходов можно ожидать существенного роста ликвидности за счет сокращения времени операций, роста доверия и притока новых инвесторов.

Негативный сценарий: в случае технических сбоев или задержек в адаптации системы возможно временное снижение ликвидности из-за недоверия со стороны инвесторов, особенно на первых этапах внедрения.

Использование комбинированного подхода, включающего количественный анализ данных и прогнозное моделирование, позволяет оценить влияние нового порядка выплат с учетом специфики узбекистанского рынка и предложить рекомендации для его дальнейшего развития.

Анализ и результаты.

Анализ данных биржевой активности за первое полугодие 2024 года и за август 2024 года показывает несколько ключевых тенденций, которые можно использовать для прогнозирования будущего влияния нового порядка выплаты доходов по ценным бумагам на ликвидность рынка:

В первом полугодии 2024 года было заключено 246 286 сделок на общую сумму 444,97 млрд сумов. Среднедневное количество сделок составляло 2 035, а среднедневной объем торгов — 3,68 млрд сумов.



Рисунок 1. Количество объемов сделок за 1-полугодие 2024*

Источник: основываясь по данным отчета РФБ «Тошкент» за 1-полугодие 2024.

Важно отметить, что хотя количество сделок значительно возросло (на 82,74% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года), объем сделок сократился на 79,29%, что свидетельствует о значительном снижении крупных сделок на рынке. В августе 2024 года было заключено 37 687 сделок на общую сумму 16,38 млрд сумов, при этом объектами сделок стали 744,36 млн ценных бумаг.

Среднедневное количество сделок в августе составило 1 713, что несколько ниже показателей первого полугодия, но объем сделок на отдельных торговых днях был значительно выше, особенно 26 августа, когда объем торгов достиг 5,98 млрд сумов (*Биржевое обозрение, 2024*).

В первом полугодии основной объем сделок на рынке акций был сосредоточен в крупных компаниях, таких как «UzAuto Motors» и «DORI-DARMON». Однако общее снижение объемов торгов указывает на потенциальные ограничения ликвидности в секторе ценных бумаг, что может быть связано с ожиданиями инвесторов перед внедрением нового регламента. В августе на рынке акций площадки «Main Board» было зафиксировано 37 335 сделок с акциями 55 эмитентов на общую сумму 6,73 млрд сумов.



Рисунок 2. Сравнительные показатели сделок и объемов торгов

Источник: основываясь по данным отчета РФБ «Тошкент» за 1-полугодие 2024.

На рынке облигаций в августе было заключено 327 сделок на общую сумму 2,49 млрд сумов. Эти показатели указывают на умеренную активность в обоих сегментах, с потенциалом для роста ликвидности после полного внедрения нового порядка.



Рисунок 3. Количество и объем сделок за 1-полугодие 2024*.

Источник: основываясь по данным отчета РФБ «Тошкент» за 1-полугодие 2024.

В первом полугодии 2024 года наблюдалось снижение общего объема торгов, что может отражать осторожность инвесторов перед внедрением нового порядка. Тем не менее, рынок оставался достаточно стабильным, несмотря на снижение объемов крупных сделок.



Рисунок 4. Количество объемов сделок за август 2024*

Источник: основываясь по данным отчета РФБ «Тошкент» за август 2024.

В августе общая рыночная капитализация колебалась от 229,65 трлн сумов до 237,46 трлн сумов, что свидетельствует о стабильности рынка. Цены на акции крупных эмитентов, таких как АО «Qizilqumsement» (рост на 21,39%) и АКБ «Hamkorbank» (рост на 1,96%), показывают позитивную динамику, что может свидетельствовать о возросшей привлекательности рынка для инвесторов.



Рисунок 5. Изменение рыночных цен топ 10 компаний*

Источник: основываясь по данным отчета РФБ «Тошкент» за август 2024.

На основе данных за первое полугодие и август 2024 года можно ожидать, что новый порядок выплаты доходов по ценным бумагам окажет положительное влияние на ликвидность, ускорив процессы выплат и снизив риски задержек.

В частности, централизация через Центральный депозитарий и участие инвестиционных посредников должны способствовать сокращению времени транзакций, что увеличит доверие инвесторов и их активность на рынке. Вероятно, в ближайшие месяцы, с учетом полной реализации нового регламента, количество сделок продолжит расти, особенно среди мелких и средних эмитентов, которые выиграют от

улучшения условий выплат. Ожидается, что объем сделок также увеличится, поскольку процесс выплат станет более прозрачным и предсказуемым (S.Rejabbaev, 2020). Тем не менее, существуют риски, связанные с возможными операционными задержками на ранних стадиях внедрения нового порядка, что может временно снизить ликвидность. Однако, учитывая текущую стабильность рынка и положительные сигналы в виде роста цен на акции ряда крупных эмитентов, эти риски представляются минимальными.

Таким образом, анализ данных за первое полугодие 2024 года и август 2024 года подтверждает, что внедрение нового порядка выплаты доходов по ценным бумагам имеет значительный потенциал для повышения ликвидности рынка. Ожидается, что упрощение и ускорение процесса выплат приведет к увеличению объема торгов и количеству сделок, что положительно скажется на стабильности и привлекательности рынка для инвесторов.

Выводы.

Результаты анализа данных за первое полугодие и август 2024 года показывают, что внедрение нового порядка выплаты доходов по ценным бумагам имеет потенциал существенно изменить ликвидность на рынке ценных бумаг в Узбекистане. При этом влияние нового порядка может быть как положительным, так и негативным, в зависимости от ряда факторов. Централизация выплат через Центральный депозитарий и участие инвестиционных посредников могут улучшить скорость и прозрачность расчетов, что особенно важно для иностранных инвесторов. Быстрое и предсказуемое получение доходов по ценным бумагам способствует росту доверия со стороны участников рынка, что может повысить их активность. Увеличение количества сделок в августе, а также рост рыночной капитализации основных эмитентов свидетельствуют о возросшем интересе к ценным бумагам, особенно в сегменте акций. Это может быть связано с ожиданиями инвесторов относительно стабильности новых правил выплат и возможного снижения рисков задержек. Улучшение условий для инвесторов с меньшими активами также может способствовать увеличению оборота на рынке. Новый порядок упростит процесс получения доходов, что привлечет к рынку новых участников, особенно среди розничных инвесторов и компаний среднего размера.

Хотя новый порядок предусматривает значительные улучшения в процессе выплат, на ранних стадиях его внедрения могут возникнуть операционные задержки или технические сбои, что временно может негативно отразиться на ликвидности. В частности, если система не будет достаточно быстро адаптирована к новым требованиям, это может вызвать затруднения в процессах расчета и перевода доходов. Влияние на иностранных инвесторов может оказаться двояким: с одной стороны, они могут оценить централизованный подход и улучшенные процедуры, с другой стороны, любые сложности с трансграничными операциями и выплаты доходов могут отпугнуть их от участия в узбекистанском рынке ценных бумаг.

В международной практике централизация выплат по ценным бумагам через центральные депозитарии часто приводит к положительным результатам, таким как ускорение расчетов, улучшение управления рисками и повышение доверия участников рынка. Введение аналогичных мер в Узбекистане также может способствовать росту ликвидности, особенно если будут учтены лучшие международные практики. Опыт других стран показывает, что успешная интеграция системы выплат с международными стандартами может привлечь больше иностранных инвесторов, что положительно скажется на ликвидности. Если Узбекистану удастся построить прозрачную и эффективную систему выплат, это создаст дополнительные стимулы для участников рынка.

Для того чтобы минимизировать возможные операционные задержки и улучшить процесс выплат, следует внедрить автоматизированные решения, которые позволят

ускорить обработку транзакций и снизить вероятность ошибок. Это особенно важно в период адаптации к новому порядку. Эмитенты, инвесторы и инвестиционные посредники должны быть хорошо осведомлены о новых процедурах и возможностях. Для этого целесообразно проводить информационные кампании и обучение, чтобы все участники рынка могли эффективно адаптироваться к новым правилам. Регулярный мониторинг результатов внедрения нового порядка и публикация отчетов о ходе реализации будут способствовать выявлению слабых мест и своевременному их устранению. Это также повысит прозрачность и доверие со стороны участников рынка. Введение нового порядка выплаты доходов по ценным бумагам через Центральный депозитарий и инвестиционных посредников представляет собой важный шаг на пути к улучшению ликвидности рынка ценных бумаг в Узбекистане. Анализ данных за первое полугодие и август 2024 года свидетельствует о положительных тенденциях, однако для успешной реализации нового порядка требуется учитывать потенциальные операционные риски и обеспечить быстрое внедрение эффективных цифровых решений.

Литература/Reference:

- Gyntelberg, J., Loretan, M., Subhanij, T., & Chan, E. (2018). *Liquidity in Government Bonds: Insights from the Asian Financial Crisis*. *BIS Quarterly Review*.
- Oliveira, A. M.; Powell, S.; Feitosa, R. M. (2021). *A taxonomic study of the Brazilian turtle ants (Formicidae: Myrmicinae: Cephalotes)*. *Revista Brasileira de Entomologia* 65 (3):52 pp.
- Patel, S., & Singh, D. (2017). *Centralized Clearing and its Impact on Indian Capital Markets*. *International Journal of Financial Research*, 8(3), 110-120. DOI: 10.5430/ijfr.v8n3p110.
- Rejabbaev Sarvar (2020), *Methodological approaches to the development of the securities market*, «Актуальные научные исследования в современном мире» *ISCIENCE.IN.UA* Выпуск 9(65) ч. 3.
- Zhang, Y. (2018). *Impact of Central Securities Depositories on Market Efficiency: Evidence from China*. *Journal of Asian Economics*, 54, 83-94.
- Режаббаев С. (2023) «Фондовые рынки и финансовая грамотность: путь к финансовому осознанию», Том 1 № 11-12: Журнал «Зеленая экономика и развитие».