

**Алимов Р.А.**

д.э.н., профессор кафедры «Макроэкономика»  
Национального университета Узбекистана

**Султанова Л.Ш.**

к.э.н., доцент Научно-исследовательского Центра  
(НИЦ) при ТГЭУ

## РОЛЬ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ УЗБЕКИСТАНА КАК МЕХАНИЗМА, ОБЕСПЕЧИВАЮЩЕГО НАРАЩИВАНИЕ ВНУТРЕННИХ ИНВЕСТИЦИЙ

*Рынок ценных бумаг является неотъемлемой частью финансовой системы государства, характеризующейся институциональной и организационно-функциональной спецификой и обеспечивающей трансформацию сбережений в инвестиции и выбор оптимальных направлений их последующего производительного использования. В этом контексте именно рынок ценных бумаг с сопутствующей ему системой финансовых институтов является в современных условиях той сферой, в которой формируются значительные финансовые источники экономического роста, концентрируются и распределяются необходимые для инновационного роста экономики инвестиционные ресурсы.*

Несмотря на известную неоднозначность оценок в отечественной литературе роли рынка ценных бумаг в экономической жизни, сегодня, тем не менее, не вызывает сомнений его важное значение в инвестиционном процессе. Влияние рынка ценных бумаг на финансирование модернизации и доступ к высоким технологиям связано с тем, что механизм фондового рынка позволяет:

а) привлекать необходимые финансовые ресурсы по более низкой цене в результате эффекта масштаба на более широком рынке;

б) приобретать пакеты акций высокотехнологичных компаний и участвовать в их деятельности и корпоративном управлении, давать инвесторам возможность проводить диверсификацию и разделение рисков;

в) осуществлять слияния и поглощения бизнес-структур.

На рынке ценных бумаг для эмитентов открываются широкие возможности привлечения капитала путем выпуска акций и корпоративных облигаций. Во взаимодействии с банковской системой рынок ценных бумаг выступает как связующее звено между финансовым и реальным секторами экономики, способствует превращению сбережений в инвестиции, их росту, улучшению перераспределения капиталов.

Необходимо подчеркнуть, что сбережения, накапливаемые в банках, достигают реального сектора или в форме кредитов, которые предоставляются банками предприятиям, или через их вложение в акции. В последнем случае фондовый рынок становится важнейшим механизмом формирования, осуществления и перераспределения инвестиций. При этом функционирование фондового рынка нельзя отделить от деятельности банков, связанной,

прежде всего, с моделью финансового рынка Узбекистана, которую можно классифицировать как банк-ориентированную.

Роль фондового рынка в экономике во многом зависит от уровня её монетизации<sup>2</sup>, поскольку количество денег в обращении является одним из определяющих факторов хозяйственной активности. С уровнем насыщенности экономики деньгами прямо связаны проблемы ликвидности, наличия кредитных ресурсов и финансирования инвестиций. В макроэкономическом смысле степень монетизации хозяйственного оборота определяется как отношение денежной массы к ВВП. Чем выше уровень монетизации, тем больше ценных бумаг находится в экономике. И здесь экономическая теория трансформационного процесса наталкивается на существенное противоречивое единство (дилемма): с одной стороны в условиях опасности усиления инфляционных процессов монетарные власти вынуждены проводить жесткую денежно-кредитную политику, таргетируя инфляцию или рост денежной массы. С другой стороны, нехватка денег в экономике сдерживает развитие финансового рынка. Можно сказать, что это одно из проявленных противоречий процесса трансформации, не укладывающееся в рамки классической теории.<sup>3</sup> Дилемма между инвестициями и сбережениями. Можно предложить понимание этого противоречия в рамках институционального подхода. Способен ли Центральный банк решать двуединую задачу, или приоритет должен быть отдан краткосрочным целям (поддержания финансовой стабильности) до постепенного

вызревания институциональной среды и институтов. Именно здесь также проходит водораздел между: сторонниками «градуалистов» и «шоковой терапии», кейнсианством и монетаризмом, между приоритетами монетарной и фискальной политик. Рассмотрение данной проблемы через призму стратегических и тактических целей позволяет сделать вывод о том, что возможно сочетание эффективной монетарной и инвестиционной политик на базе решения проблемы в контексте краткосрочных и долгосрочных приоритетов.

В Узбекистане имеется концепция развития фондового рынка. Теория рынка ценных бумаг в республике формируется на базе сложившейся внутренней практики хозяйствования, с учетом международного опыта развития фондовых рынков. При этом учитываются рекомендации различных солидных международных организаций. Поэтому для создания необходимых республике форм организации фондового рынка были использованы классические принципы его построения, но с учетом национального менталитета, применены решения, основанные на методологии собственного пути Узбекистана по переходу к рыночной экономике. Поэтапное и последовательное претворение в жизнь этой концепции позволило добиться ощутимых результатов. Современное состояние рынка ценных бумаг Узбекистана можно охарактеризовать следующими основными аспектами.

Совокупная эмиссия акций превысила 9,2 триллионов сумов, что составляет около 10 % к ВВП (рис. 1). Хотя в абсолютном выражении наблюдается значительный рост эмиссии ценных бумаг, по отношению к ВВП этот показатель имеет тенденцию к снижению, во многом обусловленную высоким ростом ВВП страны, который опережает рост показателей финансового рынка. В целом, в стране создана критическая масса ценных бумаг, способная функционировать как полноценный фондовый рынок. Это стало возможным в результате появления акционерной формы собственности в процессе приватизации в Узбекистане.

<sup>1</sup> Рассчитано по данным Государственного комитета имущества Узбекистана – <http://www.gki.uz/ru/foreign-investment/investment-dinamics/8682-invest92013>, Центрального депозитария - <http://www.deponet.uz/cgi-bin/depo.cgi?part=9&id=234>, Государственного комитета Республики Узбекистан по статистике – [http://stat.uz/upload/iblock/415/makro\\_sentyabr\\_2013\\_rus.doc](http://stat.uz/upload/iblock/415/makro_sentyabr_2013_rus.doc)

<sup>2</sup> Монетизация экономики – отношение денежной массы (наличные деньги и денежные средства на счетах предприятий и вкладов населения в банках) к объему Валового внутреннего продукта (ВВП). Дает представление о степени обеспеченности экономики деньгами, необходимыми для осуществления платежей и расчетов, выплаты заработной платы, пособий, стипендий и др.

<sup>3</sup> Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. – М.: «Альпина Паблицер». 2002. –С. 79.

<sup>4</sup> Составлено по данным Фондовой биржи «Тошкент» – <http://www.uzse.uz/new/analyt/bulletin.asp>

Рис. 1.

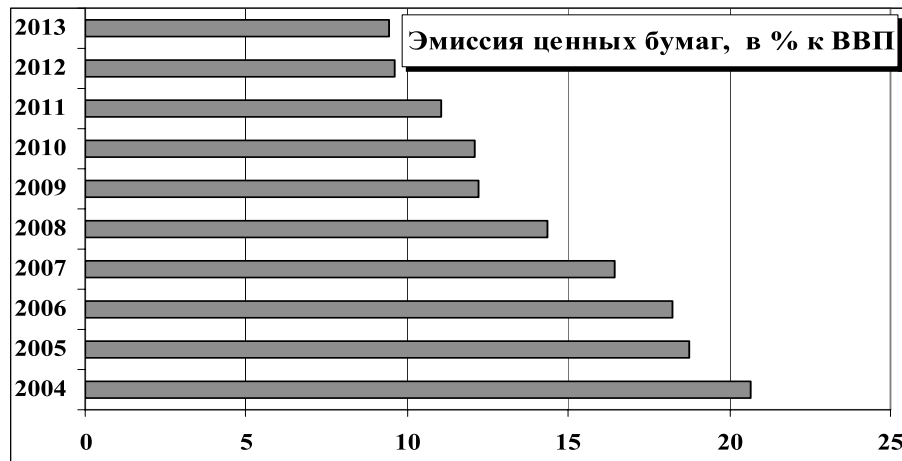
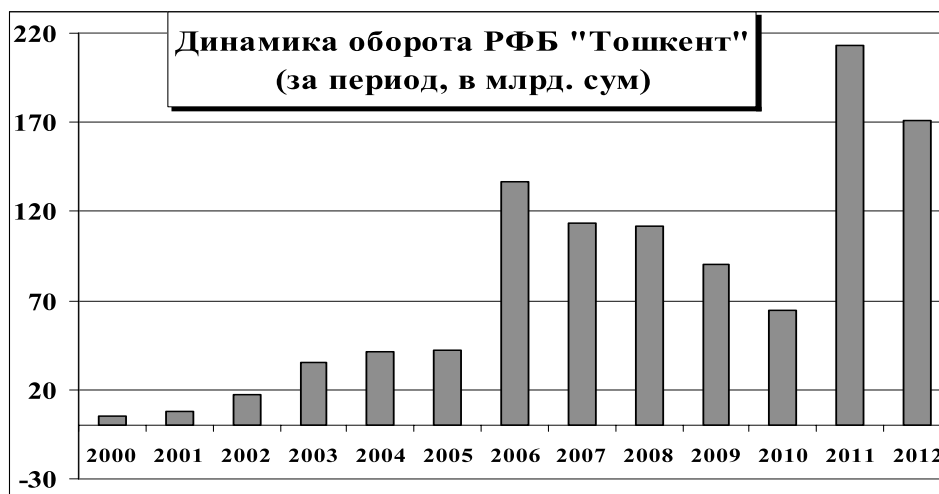
Совокупная эмиссия ценных бумаг в Узбекистане в процентах к ВВП, на начало периода<sup>1</sup>

Рис. 2.

Динамика оборота на РФБ «Тошкент»<sup>1</sup>

В последние годы наблюдается тенденция, когда рост эмиссии акций сопровождается уменьшением числа акционерных обществ за счет реорганизации и преобразования бывших АО в другие формы собственности. Если в пост-приватизационный период число акционерных обществ достигало нескольких тысяч, то сейчас это количество оптимизировалось и оставляет около 1300 акционерных предприятий. Совокупный оборот (купля-продажа) рынка корпоративных ценных бумаг, по итогам 2012 года составил 2,09 триллионов сум.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> на 1 октября 2013 года – 751,4 миллиардов сумов.

Стремительный рост показателя биржевого оборота в 2011 году был обусловлен рядом решений регулирующих органов, стимулирующих развитие организованного фондового рынка в республике (рис. 2).

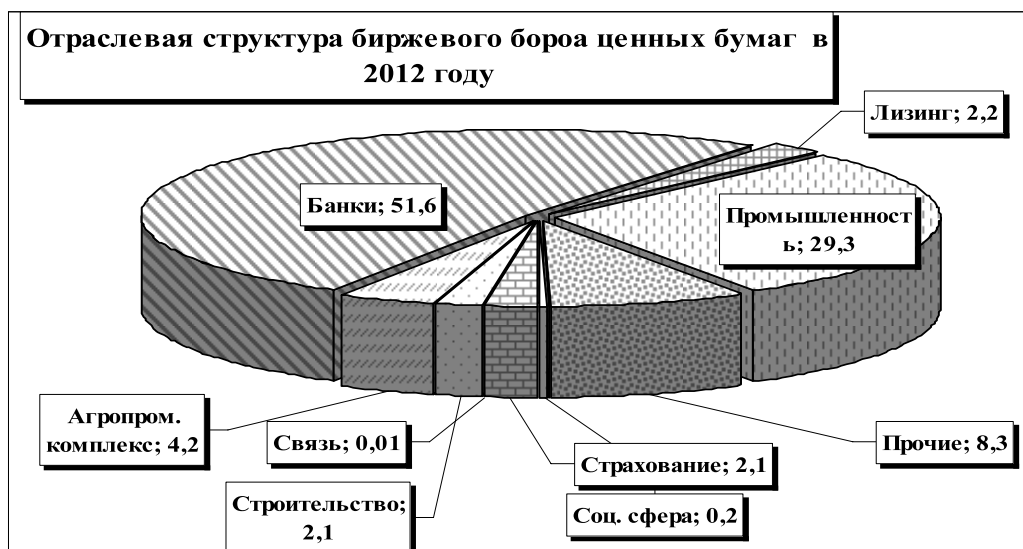
Структура общего биржевого оборота с ценными бумагами в 2012 году по основным отраслям выглядит следующим образом (рис. 3):

– на долю предприятий финансового сектора экономики приходится 55,9% от биржевого оборота;

<sup>2</sup> Составлено по данным Фондовой биржи «Тошкент» – <http://www.uzse.uz/new/analyt/bulletin.asp>

Рис. 3.

Структура биржевого оборота, в %<sup>1</sup>



- доля промышленного сектора – 29,3% в обороте биржи;
- доля предприятий строительной отрасли – 2,1%;
- доля агропромышленного комплекса – 4,2%.

Если рассматривать показатели биржи по категориям инвесторов, то здесь следует отметить, что объем инвестиций юридических лиц составляет основную часть биржевого оборота 158,7 миллиардов сум или 93%. В 2012 году наблюдался рост инвестиционной активности у физических лиц, доля которых в биржевом обороте выросла до 7% или 11,9 миллиардов сум (в 2011 году доля инвесторов – физических лиц составляла 6,3% или в общем биржевом обороте или 13,4 миллиардов сум). Анализ инвестиций в отраслевом разрезе показывает, что за 2012 год у инвесторов – физических лиц наибольшим доверием пользовались ценные бумаги предприятий финансовой сферы: банков – 47,5%, страховых – 7,3% и лизинговых компаний – 2,1%; сферы торговли (дехканские рынки) – 7,6%; а также строительной отрасли – 4,8% от объема инвестиций физических лиц.

Очевидно, что в стране постепенно начинает формироваться класс частных инвесторов - людей, активизирующих свое активное участие на рынке ценных бумаг и понимающих, что, приобретая акции акционерных

компаний, они становятся собственниками действующих активов, имеющих реальную перспективу роста.

В свою очередь внебиржевой рынок также динамично развивается, превышая биржевой почти в 9 раз (рис. 4).

Еще одним параметром рынка ценных бумаг, - изменение которого необходимо для того, чтобы он стал механизмом, способным обеспечить увеличение объема инвестиций и повышение их эффективности, - является доля первичного рынка. Именно объем первичного рынка, основанный на достаточной емкости всего рынка ценных бумаг, является непосредственным фактором, определяющим объем инвестиций, привлекаемых на рынок, и в перспективе – темпы и устойчивость экономического роста. Вместе с тем, объемы вторичного рынка позволяют судить о ликвидности торгуемых ценных бумаг (рис. 5). Объемы первичного и вторичного рынков выровнялись в 2011 году, а в 2012 году первичный рынок ценных бумаг превосходил вторичный почти в 2 раза. Это связано с активным размещением новых эмиссий АО, особенно банков, увеличивающих собственный капитал, в том числе и за счет выпуска акций.

Рис. 4.

Динамика биржевого и внебиржевого оборота рынка ценных бумаг, за период в миллиардах сум.<sup>1</sup>



Как показывает зарубежный опыт, важное место в структуре внешних источников финансирования корпораций занимают эмиссии облигаций. В современных развитых странах облигационная масса корпораций составляет, как правило, от 10-15 до 60-65 % общих объемов эмиссий корпоративных ценных бумаг, что свидетельствует о важной роли облигаций как альтернативного источника инвестиций. Большие надежды возлагаются на рынок корпоративных облигаций и в Узбекистане как на перспективный источник дополнительных инвестиционных ресурсов для реального сектора экономики. До недавнего времени этот рынок развивался недостаточно и носил узконаправленный характер. Вместе с этим сегодня появились благоприятные предпосылки для изменения сложившейся ситуации в лучшую сторону. По состоянию на 1 октября 2013 года всего зарегистрировано 156 выпуска корпоративных облигаций 100 эмитентов на общую сумму 490,3 миллиардов сумов, из которых 84 выпуска погашены, а 17 аннулированы. В обращении находится

55 выпуска на общую сумму 374,9 миллиардов сумов.

Следует отметить и такую позитивную тенденцию, как постоянный рост объема учитываемых выпусков ценных бумаг в Центральном депозитарии, а также количество депонентов, зарегистрированных в Единой базе Центрального депозитария. По состоянию на 1 октября 2013 года в Единый государственный реестр выпусков эмиссионных ценных бумаг внесены записи о 14 838 выпусках акций с совокупным объемом эмиссии 16,7 триллионов сумов. По данным Центрального депозитария ценных бумаг, депозитарием ведется учет действующих выпусков акций общей номинальной стоимостью 9,9 триллионов сумов. В частности, в III квартале 2013 года зарегистрированы дополнительные выпуски акций ОАКБ «Агробанк» на сумму 43,2 миллиардов сумов, ОАО «NBU Invest Group» (25,0 миллиардов сумов), ОАО «Узметкомбинат» (12,4 миллиардов сумов).<sup>2</sup>

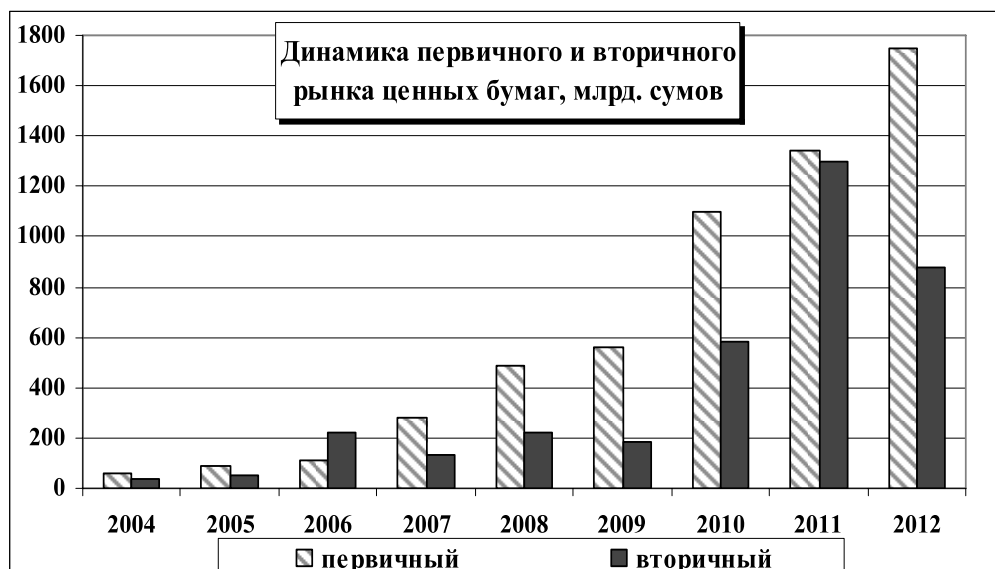
<sup>1</sup> Составлено по данным Государственного комитета имущества Узбекистана – <http://www.gki.uz/ru/foreign-investment/investment-dinamics/8682-invest92013>, Центрального депозитария – <http://www.deponet.uz/cgi-bin/depo.cgi?part=9&id=234>, Фондовой биржи «Тошкент» <http://www.uzse.uz/new/analyt/bulletin.asp>

<sup>2</sup> <http://www.deponet.uz/cgi-bin/depo.cgi?part=9&id=234>



Рис. 5.

Динамика первичного и вторичного рынка ценных бумаг (совокупный оборот за период), в миллиардов сум.<sup>1</sup>



Кроме того, регулярно увеличивается число листинговых предприятий<sup>2</sup>, включенных в официальный биржевой бюллетень и способных стать основой дальнейшего роста рынка и привлечения всех типов инвесторов. Всего по состоянию на 1 января 2013 года в официальном биржевом листинге РФБ «Тошкент» состояли акции 113 акционерных обществ. В числе листинговых компаний - коммерческие банки, страховые компании, предприятия нефтегазовой промышленности, легкой промышленности, производства строительных материалов, агропромышленного комплекса, энергетики, металлургии и др. В разрезе категорий биржевого листинга количество акционерных обществ, отвечающих требованиям категории «А», составило 17 АО. 20 акционерных обществ соответствуют требованиям категории «В», 76 - категории «С». Таким образом, наибольшее количество акционерных обществ отвечает требованиям категории «С», то есть размер

уставного фонда эмитента составляет более \$400 тыс. в эквиваленте по курсу Центрального банка Республики Узбекистан на дату перерегистрации, а итоги деятельности эмитента за последние два завершённых финансовых года демонстрируют положительный финансовый результат.

Сегодня на рынке ценных бумаг Узбекистана сформировалось профессиональное сообщество, готовое адекватно решать задачи как в качестве регуляторов рынка ценных бумаг, так и в качестве субъектов.

При этом у рынка ценных бумаг существует значительный потенциал дальнейшего развития. В основе этого потенциала лежат такие факторы, как:

- большое число созданных в процессе приватизации открытых акционерных обществ;
- значительное число перспективных предприятий, акции которых пока явно недооценены;
- интерес многих предприятий к дополнительным эмиссиям ценных бумаг.

Вместе с тем, анализ показывает, что рынок ценных бумаг в Узбекистане пока играет менее значительную роль в отношении финансирования развития экономики. Привлеченные путем эмиссии ценных бумаг средства составляют около 3 % совокупного объема инвестиций, что примерно в 5-7 раз

<sup>1</sup> Рассчитано по данным Государственного комитета имущества Узбекистана - <http://www.gki.uz/ru/foreign-investment/investment-dinamics/8682-invest92013>, Центрального депозитария - <http://www.deponet.uz/cgi-bin/depo.cgi?part=9&id=234>

<sup>2</sup> Листинг - совокупность процедур включения ценных бумаг в биржевой список (список ценных бумаг, допущенных к биржевым торгам), осуществление контроля за соответствием ценных бумаг установленным биржей условиям и требованиям.

Рис. 6.

Соотношение эмиссии и оборота рынка ценных бумаг Узбекистан<sup>1</sup>

ниже, чем в ведущих странах. Анализ показывает наличие такой негативной тенденции, как разрыв между выпуском и торгуемостью акций (рис. 6).

Так, если общая эмиссия корпоративных ценных бумаг на начало 2013 года достигла 9,1 триллионов сумов, то оборот, т.е. стоимость купли-продажи ценных бумаг на биржевом и внебиржевом рынке составила по итогам 2012 года 2,09 триллионов сум.

Хотя совокупный объем средств, привлеченных на фондовый рынок с помощью публичного размещения корпоративных ценных бумаг, значительно вырос по сравнению с предыдущим периодом, в сравнении с валовым объемом инвестиций в основной капитал эффективность фондового рынка Узбекистана пока невелика. Привлекаемые путем эмиссии ценных бумаг средства составляют менее 3% совокупного объема инвестиций в основной капитал предприятий, что примерно в 5–7 раз ниже, чем в индустриально развитых странах. Важнейшая проблема на современном этапе развития рынка ценных бумаг в Узбекистане – его отставание от динамики роста внутренней экономики, фор-

мирования внутренних инвестиционных ресурсов и потребности их перераспределения на цели инновационного экономического роста.

Анализ современного состояния рынка ценных бумаг Узбекистана позволил выявить группу проблем функционирования рынка ценных бумаг в республике. Некоторые из них можно определить следующим образом:

- Вне биржевого оборота остаются значительное количество эмитированных акций.
- Недостаточная активность частных отечественных инвесторов на рынке ценных бумаг.
- Отсутствие эффективной процедуры банкротства предприятий, когда акционерные компании слабо заинтересованы в поддержке эффективной деятельности и рентабельности.
- Незначительный уровень прозрачности некоторых акционерных обществ, неразвитость системы корпоративного управления.
- Скромная доля участия институциональных инвесторов на рынке ценных бумаг, особенно страховых компаний.
- Отсутствие опыта и навыков у населения работать с инвестиционными инструментами, в том числе ценными бумагами.

– Проблематичный доступ мелких инвесторов на рынок ценных бумаг, в том числе

<sup>1</sup> Составлено по данным Государственного комитета имущества Узбекистана – <http://www.gki.uz/ru/foreign-investment/investment-dinamics/8682-invest92013>, Центрального депозитария – <http://www.deponet.uz/cgi-bin/depo.cgi?part=9&id=234>, Фондовой биржи «Тошкент» <http://www.uzse.uz/new/analyt/bulletin.asp>

посредством института коллективных инвестиций.

– Условная ликвидность отдельных групп ценных бумаг.

– Отсутствие специальных площадок для малых инновационных предприятий.

– Сложившаяся у некоторых акционерных обществ, практика игнорирования выплат по акциям, которая не способствует привлечению на рынок ценных бумаг портфельных инвесторов, заинтересованных в получении стабильных предсказуемых доходов.

– Одной из причин снижения активности на вторичном рынке является дефицит предложения на вторичном рынке акций крупных, финансово устойчивых компаний, отличающихся относительно более высокой ликвидностью и инвестиционной привлекательностью.

К настоящему моменту недостаточно используются те инвестиционные возможности, которые потенциально дает фондовый рынок отечественным корпорациям. Вместе с этим сегодня появились благоприятные предпосылки для изменения сложившейся ситуации в лучшую сторону. В годы независимости под руководством Президента Ислама Каримова проводится широкомасштабная работа по приватизации государственного имущества. Постановление главы нашего государства от 19 марта 2012 года «О мерах по дальнейшему развитию фондового рынка»<sup>1</sup> служит важным фактором внедрения современных методов в данной сфере. За прошедший период с начала процесса приватизации в нашей стране приватизировано более 30 тысяч государственных предприятий. В результате открылись почти 1,3 тысячи акционерных обществ. Ими введено в обращение акций на общую стоимость около 10 триллионов сумов. Акции закупили более 1,2 миллиона юридических и физических лиц. В настоящее время на рынке ценных бумаг действует более 140 инвестиционных учреждений, посредников, консультантов, двухступенчатых депозитариев, торговых организаций, что свидетельствует о динамичном развитии националь-

ного фондового рынка. Создан ряд льгот для обеспечения активного участия предпринимателей и населения на рынке ценных бумаг. В частности, если микрофирмы и малые предприятия, занимающиеся брокерской деятельностью, выплачивают единый налог в размере 10 процентов от валового дохода, акционеры, получающие дивиденды в виде акций, освобождаются от налогов на полученный таким образом доход. Сэкономленные за счет этого средства направляются на дальнейшее развитие рынка.

Вследствие кризисных явлений на мировых финансовых рынках в 2009–2011 гг. активность иностранных инвесторов на рынке ценных бумаг республики была незначительной. В связи с этим фундаментальным фактором в долгосрочной перспективе остается опора на внутренние сбережения.

Сегодня назрела необходимость активизации притока на финансовый рынок средств инвесторов. Такое увеличение возможно в том числе за счет: повышения в структуре сбережений населения доли сбережений, направляемых в ценные бумаги; повышения в структуре иностранных инвестиций доли прямых и портфельных инвестиций. Такие меры могут включать целый ряд направлений стимулирования инвестиций в ценные бумаги, включая активное налоговое стимулирование, создание компенсационных механизмов и т.д. Обязательной предпосылкой стабильного развития национальной финансовой системы является ее сбалансированность. Определить возможные параметры сбалансированности финансового сектора, а также факторы ее достижения в прогнозируемом периоде возможно на основе использования прогнозных балансов секторов и финансовых инструментов.

Основные меры на финансовом рынке могут включать также:

повышение ликвидности финансового рынка путем вывода на публичный рынок компаний с государственным участием, стимулирование эмитентов к проведению публичных размещений (IPO<sup>2</sup>) на бирже и уве-

<sup>1</sup> Постановление Президента Республики Узбекистан от 19 марта 2012 г. № ПП-1727 «О мерах по дальнейшему развитию фондового рынка» (Собрание законодательства Республики Узбекистан, 2012 г., № 21, ст. 230)

<sup>2</sup> IPO – первичное публичное размещение ценных бумаг



личение доли акций в свободном обращении узбекских эмитентов;

обеспечение разнообразия финансовых инструментов, позволяющих удовлетворить потребности большинства клиентов финансовых рынков;

упрощение процедуры эмиссии ценных бумаг;

повышение прозрачности эмитентов и финансовых институтов и введения обязательства по раскрытию информации;

эффективное управление рисками на финансовых рынках и стимулирование развития данных рынков путем формирования системы пруденциального надзора и осуществле-

ние комплексного мониторинга состояния финансового рынка на финансовом рынке.

Как показывает зарубежный опыт, в структуре внешних источников финансирования инновационных проектов эмиссии ценных бумаг и, прежде всего, акций и облигаций занимают важнейшее место. При условии дальнейшего совершенствования рынка ценных бумаг станет возможным более производительное использование его инвестиционного потенциала в целях модернизации и поступательного развития экономики Узбекистана.

---

---

#### Литература:

1. Постановление Президента Республики Узбекистан от 19 марта 2012 г. № ПП-1727 «О мерах по дальнейшему развитию фондового рынка» (Собрание законодательства Республики Узбекистан, 2012 г., № 21, ст. 230).

2. Официальные сайты: Государственного комитета Республики Узбекистан по статистике – [stat.uz](http://stat.uz), Государственного комитета имущества Узбекистана – [www.gki.uz](http://www.gki.uz), Центра по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг – [www.csm.gov.uz](http://www.csm.gov.uz), Центрального депозитария – [www.deponet.uz](http://www.deponet.uz), Фондовой биржи «Тошкент» – [www.uzse.uz](http://www.uzse.uz)

3. Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. – М. «Альпина Паблицер». 2002.