КОМПЛЕКСНЫЙ АНАЛИЗ ФАКТОРОВ, ОПРЕДЕЛЯЮЩИХ ИНВЕСТИЦИОННУЮ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТЬ ФОНДОВОГО РЫНКА УЗБЕКИСТАНА

Хидирназаров Азамат Мамаражабович
Гулистанский государственный университет, г. Гулистан
https://doi.org/10.5281/zenodo.16885050

Аннотация. *В статье проведён комплексный анализ факторов, влияющих на инвестиционную привлекательность фондового рынка Узбекистана. Рассмотрены макроэкономические, институциональные и инфраструктурные аспекты, определяющие условия привлечения внутренних и внешних инвестиций. Особое внимание уделено роли законодательных реформ, корпоративного управления и уровня финансовой грамотности участников рынка. На основе статистических данных и международных отчетов выявлены ключевые барьеры и предложены рекомендации по повышению конкурентоспособности фондового рынка. Полученные результаты могут быть использованы при разработке стратегий развития финансового сектора и инвестиционной политики страны.*

Ключевые слова: *фондовый рынок, инвестиционная привлекательность, Узбекистан, капитал, инвестиции, экономическое развитие.*

Abstract. *The article provides a comprehensive analysis of the factors influencing the investment attractiveness of Uzbekistan's stock market. It examines macroeconomic, institutional, and infrastructure aspects that shape the conditions for attracting domestic and foreign investments. Special attention is given to the role of legislative reforms, corporate governance, and the level of financial literacy among market participants. Based on statistical data and international reports, key barriers are identified, and recommendations are proposed to enhance the competitiveness of the stock market. The findings can be applied in the development of strategies for the financial sector and the country's investment policy.*

Keywords: *stock market, investment attractiveness, Uzbekistan, capital, investments, economic development.*

Annotatsiya. *Maqolada O'zbekiston fond bozorining investitsiyaviy jozibadorligiga ta'sir etuvchi omillar bo'yicha kompleks tahlil amalga oshirildi. Ichki va tashqi investitsiyalarni jalb qilish shart-sharoitlarini belgilaydigan makroiqtisodiy, institutsional va infratuzilma jihatlari ko'rib chiqildi. Qonunchilik islohotlari, korporativ boshqaruv va bozor ishtirokchilarining moliyaviy savodxonligi darajasiga alohida e'tibor qaratildi. Statistik ma'lumotlar va xalqaro hisobotlar asosida asosiy to'siqlar aniqlanib, fond bozori raqobatbardoshligini oshirish bo'yicha takliflar berildi. Olingan natijalar moliya sektori va investitsiya siyosati strategiyalarini ishlab chiqishda qo'llanilishi mumkin.*

Kalit so'zlar: *fond bozori, investitsiyaviy jozibadorlik, O'zbekiston, kapital, investitsiya, iqtisodiy rivojlanish.*

Введение

Фондовый рынок Узбекистана является важным, но пока сравнительно небольшим сегментом экономики страны. После радикальной либерализации экономики, начатой в 2017

г., введения свободного обменного курса и масштабных институциональных реформ, рынок ценных бумаг постепенно получает новые импульсы для роста [1]. Ключевой задачей является повышение ликвидности и расширение круга участников – в стране доминируют крупные государственные компании, и только незначительная доля акций находится в свободном обращении [2]. Несмотря на сохраняющийся государственный контроль и высокие процентные ставки, в 2022–2024 гг. наблюдается активация биржевой торговли: например, в 2022 г. объём сделок вырос до $426 млн (в 6 раз к 2021 г.), а в 2023 г. рынок завершил год с тремя IPO [3]. Введение налоговых льгот на дивиденды и прибыль (отменены до 2028 г.) и запуск мобильных площадок (приложение Jett) стимулируют интерес частных инвесторов [5]. Тем не менее, по состоянию на 2023 г. капитализация рынка составляла лишь около 14% ВВП (свободно обращаемых акций – ~0,4% ВВП), что значительно ниже показателей других стран. Целью работы является комплексный анализ факторов, влияющих на инвестиционную привлекательность узбекского фондового рынка, с учётом данных 2020–2024 гг. и обзора международного опыта.

Литературный обзор

Исследования, посвящённые развитию и инвестиционной привлекательности фондового рынка Узбекистана, представляют собой сочетание эмпирических отчётов, аналитических обзоров и прикладных статей. Общая тенденция в литературе — признание значительного прогресса в институциональном оформлении рынка при одновременном указании на сохраняющиеся структурные ограничения.

Во-первых, аналитические обзоры и новостные отчёты подчёркивают институциональные реформы последних лет: модернизацию инфраструктуры, запуск мобильных торговых платформ и налоговые стимулы для эмитентов и инвесторов. Так, обзор UzDaily фиксирует изменения в объёмах торгов и структуре участников в 2023–2024 гг. и подчёркивает роль нормативных инициатив в оживлении рынка [1]. Публикации в деловой прессе (Kursiv, Daryo, bne IntelliNews) детализируют факты проведения IPO и запуск инициатив по увеличению прозрачности, отмечая при этом, что эффект от реформ пока носит частичный и неоднородный характер [2, 3, 8, 9]. Эти источники дают оперативную картину рыночной динамики, но чаще ограничиваются дескриптивным изложением фактов.

Во-вторых, академические и полуанализирующие работы рассматривают структурные детерминанты инвестиционной привлекательности. Ataniyazov и Sayfullokhon предлагают системный обзор текущего состояния и перспектив рынка, выделяя низкий free-float и доминирование госсектора как ключевые барьеры ликвидности [10]. Mukhitdinova в своей работе фокусируется на эмиссионной активности и институциональных ограничениях при первичных размещениях (2022–2025), предоставляя эмпирическую базу для оценки эффектов приватизационных инициатив [6]. Эти исследования опираются на статистику и кейс-анализ, однако им недостаёт продольного исследования влияния конкретных реформ (например, налоговых льгот) на поведение различных категорий инвесторов.

Третья группа источников — международные отчёты и базы данных (IMF, CEIC, TheGlobalEconomy), которые дают сопоставимые макро- и финансовые индикаторы. IMF отмечает макроэкономическую стабильность и структурные реформы, но указывает на уязвимости, связанные с ликвидностью и корпоративным управлением [11]. Данные CEIC и TheGlobalEconomy позволяют количественно сопоставлять притоки портфельных инвестиций и динамику капитализации, что ценно для объективной оценки трендов [7, 12].

Критический анализ литературы выявляет несколько явных пробелов. Во-первых, отсутствуют глубокие микроуровневые исследования поведения розничных инвесторов в контексте новых мобильных платформ; имеющиеся отчёты дают лишь агрегированные показатели объёмов и числа счетов [2, 9]. Во-вторых, мало эмпирики, посвящённой влиянию налоговых преференций и программ «народного IPO» на долгосрочную ликвидность и корпоративное управление. В-третьих, практически отсутствуют исследования устойчивости притока иностранных инвестиций при интеграции с международными депозитариями и при изменении геополитического и валютного риска.

Настоящее исследование адресует часть этих пробелов: комбинируя дескриптивный анализ (статистика 2020–2024 гг.) с критическим разбором эффектов регуляторных мер и приватизационной стратегии, оно стремится дать комплексную оценку факторов инвестиционной привлекательности и предложить практические рекомендации по увеличению free-float, улучшению корпоративного управления и развитию инфраструктуры для привлечения институциональных и зарубежных инвесторов.

Методология исследования

Анализ основан на обработке статистических показателей фондового рынка Узбекистана за 2020–2024 годы и сравнении с международными данными. В качестве источников использованы официальные отчёты и данные Ташкентской республиканской фондовой биржи (РФБ), Агентства перспективных проектов (NAPP), Центробанка Узбекистана, а также экспертные статьи и исследования. Применялись методы описательной статистики и сравнительного анализа: прослежены динамика рыночной капитализации, объём торгов, число IPO и состав участников. Также использованы кейс-стади проведения ключевых IPO (UzAuto, Uztelecom) для оценки технических и регуляторных барьеров. Табличное представление основных показателей позволило наглядно оценить изменения рынка за период..

Анализ и результаты

По данным 2021 г., суммарная капитализация рынка Узбекистана составляла примерно $5.2 млрд (менее 6.7% ВВП) при количестве листинговых компаний менее 100 []. В 2023 г. капитализация выросла до $≈17 млрд (около 21% ВВП) []. За этот период проведены первые за долгие годы IPO – в 2023 г. размещено 3 эмиссии (узел UU; 2021–2022 гг. IPO не было). Изменение ключевых индикаторов отражено в таблице:

Таблица 1.

Ключевые показатели фондового рынка Узбекистана 2021-2023 годах [6]

Показатель	**2021**	**2023**
Капитализация, млрд $	~5,2	~17
Капитализация, % ВВП	6,7	21
IPO (количество)	0	3
Листинговые компании (≈шт)	<100	≈105

На диаграмме приведены чистые портфельные инвестиции (включая ПИФы и акции), демонстрирующие рост притока средств в 2018–2020 гг. (максимум $32 млн в 2020 г.), с последующим снижением до $23.32 млн в 2023 г. []. Это отражает умеренный интерес иностранных инвесторов к узбекским акциям (для сравнения, мир – $2388 млн в 2023 г.) и тенденцию к частичной капитализации рынка через облигации и государственные

инструменты. Одновременно увеличивается количество участников: к июлю 2024 г. насчитывалось свыше 813 тыс. брокерских счетов (преимущественно физических лиц), что подчёркивает растущее вовлечение населения (рисунок 1).

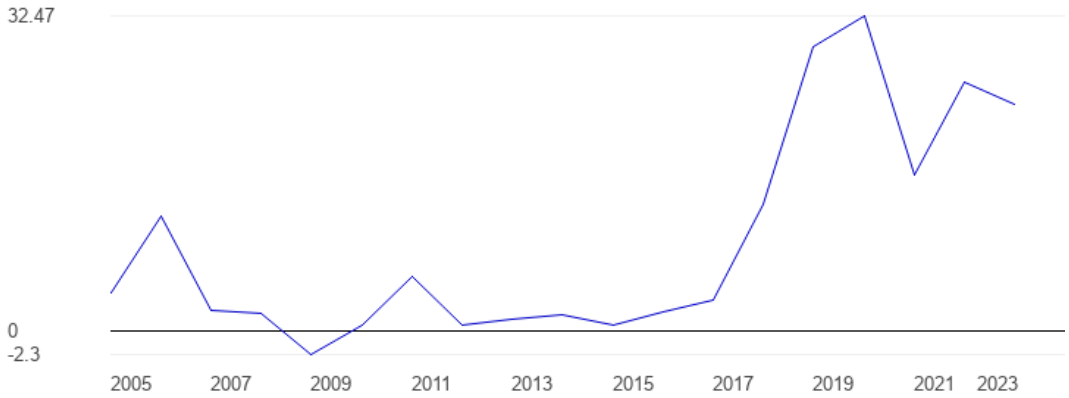

Рисунок 1. Чистые портфельные инвестиции в акции Узбекистана (нетто, $ млн, 2016–2023) [12]

Результаты показывают, что инвестиционная привлекательность узбекского рынка во многом определяется макроэкономическими факторами и реформами. Экономика Узбекистана демонстрировала устойчивый рост (7–8% в 2018–2021 гг. благодаря реформам после 2017 года, что постепенно улучшает доверие инвесторов. Вместе с тем сохраняются риски – исторически высокая инфляция и высокие депозиты (до 21% годовых) снижают спрос на акции. Введённые налоговые льготы на прибыль и дивиденды до 2028 г. существенно повышают чистую доходность инвестиций в акции по сравнению с банковскими депозитами. Регуляторные факторы: адаптация законодательства (смена регулятора, перекодировка биржи) создаёт неопределённость, однако шаги вроде удалённого открытия счёта и подключение к международным депозитариям улучшают инфраструктуру. Структурные особенности рынка – доминирование госкапитала и малый free-float (свободно обращающихся акций) – ограничивают ликвидность. К примеру, только 0.4% ВВП составляет капитализация акций в свободном обращении, что говорит о больших резервах роста. Мировой опыт показывает, что успешное развитие требует широкой базы инвесторов и прозрачного регулирования. В целом, приватизационная стратегия и создание Народного IPO (выход на биржу крупных госкомпаний) должны увеличить free-float: планируется довести долю свободно обращающихся ценных бумаг до 10–15% ВВП к 2025 г.

Это во многом соответствует рекомендациям международных экспертов. Значимые IPO «Узавтосаноат», «Узбектелеком», «Узбекинвест» заложили основу для будущего роста, продемонстрировав важность розничных инвесторов для ликвидности.

Выводы

Инвестиционная привлекательность фондового рынка Узбекистана оценивается как умеренная, но обладающая высоким потенциалом. За 2020–2024 гг. видны положительные сдвиги: активизировались торги (чистое число сделок выросло в разы), началась реализация масштабных IPO, улучшилась инфраструктура рынка (ETF на золото, мобильный трейдинг). В то же время сохраняются проблемы: низкий уровень свободного обращения акций (низкая ликвидность), доминирование государственных компаний и узкий круг институциональных инвесторов (банки и ВЭБ по-прежнему доминируют). Рекомендации для развития рынка:

Расширение инвесторской базы. Введение новых инструментов (исламские облигации, ETF) и участие пенсий/микроинвестиций стимулирует приток средств. Усиление работы по финансовой грамотности привлечёт розницу.

Увеличение free-float. Продолжение приватизации и SPO существенно расширит долю акций в свободном обращении, повысит глубину рынка. При этом важны гарантии защиты прав миноритариев, прозрачность эмитентов.

Укрепление инфраструктуры. Интеграция с международными депозитариями, цифровизация торговых систем и рейтинговые агентства повысят доверие иностранных инвесторов.

Фискальные стимулы. Пролонгация налоговых льгот и введение программ «народного IPO» могут дополнительно разжечь интерес населения.

Таким образом, несмотря на текущую сдержанность капитализации и зависимость от государства, узбекский фондовый рынок демонстрирует устойчивый рост показателей и начал привлекать как местных, так и зарубежных инвесторов. Последовательное продолжение экономических реформ и развития рынка ценных бумаг позволит повысить его инвестиционную привлекательность и создать более эффективный механизм финансирования экономического роста.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. UzDaily. «Обзор рынков ценных бумаг Центральной Азии — H1 2024». 2024.
2. Ерзиков В. «Такого нет в России, Европе и Америке. Чем привлекателен фондовый рынок Узбекистана». Kursiv, 18.12.2023.
3. Ерзиков В. «Мал да удал. Фондовый рынок Узбекистана впервые завершил год с тремя IPO». Kursiv, 18.01.2024.
4. Паресишвили Г. «“Мало акций торгуется” — глава биржи Ташкента о проблемах фондового рынка». Spot.uz, 13.09.2023.
5. «O‘zbekiston kapital bozori: joriy holat va istiqboldagi vazifalar». Review.uz, 22.01.2020 (узб.).
6. Mukhitdinova D. The development of the stock market and emission of joint-stock companies in Uzbekistan (2022–2025). European Journal of Econ., Finance & Business Dev., 3(5), 2025.
7. CEIC. Uzbekistan Composite Equity Market Index. CEICData.com (данные МСФО).
8. Aris B. «Uzbek capital market reforms unlock corporate funding boom». bne IntelliNews, 22.06.2025.
9. Srapionov K. Uzbekistan's financial and stock market: year in review. Daryo.uz, 30.12.2023.
10. Ataniyazov J., Sayfullokhon N. «Stock Market in Uzbekistan: Current Situation and Prospects». BJMAS, Vol.9, №4, 2022.
11. IMF. Republic of Uzbekistan: 2022 Article IV Consultation. Staff Report No.2022/189, 22.06.2022 (англ.).
12. TheGlobalEconomy.com. Uzbekistan: Portfolio investment inflows (equities). (данные МВФ, 2016–2023).