

## ФИНАНСОВЫЙ РЫНОК В БЕЛАРУСИ И УЗБЕКИСТАНЕ

Н. М. БАБАЕВА<sup>1)</sup>, И. А. КАРАЧУН<sup>2)</sup>

<sup>1)</sup>Кокандский государственный педагогический институт им. Мукими,  
ул. Турон, 23, 113000, г. Коканд, Узбекистан

<sup>2)</sup>Белорусский государственный университет,  
пр. Независимости, 4, 220030, г. Минск, Беларусь

Раскрываются теоретические основы, сущность и роль рынка ценных бумаг, изучается его современное состояние в Республике Беларусь и Республике Узбекистан, выявляются проблемы его развития и меры, принимаемые правительством стран для их преодоления. Анализируются проблемы, которые препятствуют повышению роли фондового рынка, доведению деятельности акционерных обществ до уровня международных стандартов. Изучаются факторы, оказывающие влияние на расширение масштабов инвестиционных операций коммерческих банков с акциями акционерных предприятий Узбекистана, даются рекомендации по улучшению инвестиционно-финансовой инфраструктуры Узбекистана.

**Ключевые слова:** свободный капитал; оборот и доходность ценных бумаг; высокоинтегрированные корпоративные структуры; финансовый рынок; ранжирование факторов; интернационализация.

## FINANCIAL MARKET IN BELARUS AND UZBEKISTAN

N. M. BABAEVA<sup>a</sup>, I. A. KARACHUN<sup>b</sup>

<sup>a</sup>Kokand State Pedagogical Institute named after Mukimi, 23 Turon Street, Kokand 113000, Uzbekistan

<sup>b</sup>Belarusian State University, 4 Niezaliežnasci Avenue, Minsk 220030, Belarus

Corresponding author: I. A. Karachun (karachun@bsu.by)

The article reveals the theoretical foundations, the essence and role of the securities market, studies its current state in the Republic of Belarus and the Republic of Uzbekistan, identifies the problems of its development and measures taken by the government to overcome them. The problems that impede the increasing role of the stock market, bringing the activities of joint stock companies to the level of international standards are analyzed. The factors that influence the expansion of the scale of investment operations of commercial banks with shares of joint-stock enterprises of Uzbekistan are studied, recommendations are given for improving the investment and financial infrastructure of Uzbekistan.

**Keywords:** free capital; turnover and revenue of securities; high integrated corporate structures; financial market; ranking factors; internationalization.

### Образец цитирования:

Бабаева НМ, Карачун ИА. Финансовый рынок в Беларуси и Узбекистане. *Журнал Белорусского государственного университета. Экономика.* 2019;2:37–47.

### For citation:

Babaeva NM, Karachun IA. Financial market in Belarus and Uzbekistan. *Journal of the Belarusian State University. Economics.* 2019;2:37–47. Russian.

### Авторы:

**Наргиза Музафаровна Бабаева** – кандидат экономических наук, доцент; начальник отдела по надзору за качеством образования.

**Ирина Андреевна Карачун** – кандидат экономических наук, доцент; заведующий кафедрой цифровой экономики экономического факультета.

### Authors:

**Nargiza M. Babayeva**, PhD (economics), docent; head of the department of quality control of education.

bonu0676@mail.ru

**Irina A. Karachun**, PhD (economics); head of the digital economy department, faculty of economics.

karachun@bsu.by

<https://orcid.org/0000-0002-0132-5064>

На мировом финансовом рынке в последние тридцать лет фондовые рынки приобрели ведущее значение. В ценных бумагах воплощена большая часть финансовых активов развитых стран мира. Корпоративные финансы составляют основу деятельности любого предприятия, снабжая его необходимым капиталом. Современные фондовые рынки отличаются большим разнообразием инструментов, поэтому для достижения максимальной эффективности его участники создают из них портфели, тем самым уменьшая риск и повышая прибыльность.

Рынок ценных бумаг, являясь важной составной частью современной финансовой системы, играет важную роль в стимулировании высоких темпов развития мировой экономики. Вся история его формирования убедительно показывает огромную стимулирующую функцию в эволюции производительных сил общества и становлении цивилизованных рыночных отношений: это канал, аккумулирующий свободные финансовые ресурсы юридических лиц, сбережения населения и преобразующий их в финансовые активы для последующего инвестирования в экономику в целях наращивания производственного потенциала предприятий реального сектора экономики. Обеспечивая органичное перераспределение долговых инструментов и инструментов акционерного капитала, рынок ценных бумаг способствует развитию конкуренции между источниками финансирования и повышению эффективности общественного производства в целом [1].

Этот рынок отличается от всех других рынков прежде всего специфическим характером своего товара, который на нем обращается, – финансовыми активами. Следует отметить, что рынок ценных бумаг выполняет роль регулятора процесса инвестирования капитала в рыночной экономике. Процесс инвестирования предполагает, что миграция капитала осуществляется в виде его прилива к местам необходимого приложения и оттока из тех отраслей производства, где существуют излишки. Механизм этого движения следующий: растет спрос на какие-либо товары (услуги), поэтому растут их цены и прибыль от производства, и в эти отрасли устремляются свободные капиталы, покидая те сферы, на продукцию которых спрос сокращается и которые становятся экономически менее эффективными. Финансовые активы – ценные бумаги – являются средством, обеспечивающим эффективную работу этого механизма [2]. Они аккумулируют временно свободный капитал, где бы он ни находился, и через куплю-продажу помогают перераспределить его в необходимом направлении. В практике рыночной экономики это ведет к тому, что капитал размещается главным образом в тех производствах, которые действительно необходимы обществу. В результате возникает оптимальная структура общественного производства, ориентирующая субъекты хозяйствования на учет реального спроса и предложения.

Большинство отраслей и предприятий, особенно в странах с переходной рыночной экономикой, испытывают острую необходимость в притоке инвестиционных капиталов, которые позволили бы технически перевооружить и модернизировать производство, восстановить платежеспособность, повысить качество выпускаемой продукции. Чтобы привлечь необходимые инвестиционные ресурсы, предприятия и целые отрасли должны научиться использовать рынок ценных бумаг и его финансовые инструменты. Для правильного понимания роли данного сегмента финансового рынка в современной экономике важное значение имеет его деление на первичный и вторичный, так как каждый из них выполняет свои специфические функции. Первичный рынок – это рынок первых и повторных эмиссий ценных бумаг, на котором осуществляется их начальное размещение среди инвесторов. Первичным рынком ценных бумаг является экономическое пространство, в котором ценная бумага проходит путь от эмитента до первого покупателя. Вторичный рынок – это рынок, на котором обращаются ранее размещенные на первичном рынке ценные бумаги, т. е. это сфера обращения ценных бумаг, куда они попадают после того, как их продаст первый владелец, приобретший их у эмитента (непосредственно или через посредника). Основное назначение вторичного рынка – свести продавцов и покупателей ценных бумаг, обеспечить свободный и быстрый перелив капитала в наиболее эффективные сферы деятельности. Важнейшая черта вторичного рынка – его ликвидность, т. е. способность в короткое время поглощать значительные объемы ценных бумаг при небольших колебаниях курсов и низких издержках на реализацию.

Вторичный рынок может быть организованным (биржевой) и неорганизованным (стихийный). В большинстве стран на внебиржевом рынке обращается основная масса (примерно 85 %) ценных бумаг, на биржевом – относительно небольшая их часть (15 %). Однако именно биржевой рынок, где сосредоточены наиболее качественные, а поэтому важнейшие ценные бумаги, определяет конъюнктуру и процесс развития фондового рынка. Вследствие этого основные эмитенты ценных бумаг – производственные предприятия – без задержек и с минимальными усилиями получают от инвесторов сравнительно дешевые средства для своего развития.

Рынок ценных бумаг заменяет громоздкую, затратную и неэффективную иерархическую вертикальную систему отраслевого перераспределения финансовых ресурсов, так как создает возможности для мобилизации финансовых ресурсов и их использования при долгосрочном инвестировании в производство, государственные программы и долг [3]. Ценные бумаги представляют собой альтернативу банковскому финансированию для бизнеса. Компании часто привлекают денежные ресурсы посредством

размещения корпоративных облигаций, которые торгуются как на биржевых, так и внебиржевых рынках. Так же, как и при кредитовании в банке, они выплачивают фиксированное вознаграждение покупателям, при этом часто не предусматривается наличие залогового обращения, и они являются более ликвидными, чем банковские кредиты. Покупатель облигаций может при необходимости продать их другому инвестору на вторичном рынке. Таким образом, не только вкладываются деньги в экономику, но и создается здоровая конкуренция между банками.

В развитых странах рынок ценных бумаг – один из ключевых компонентов привлечения национальных и иностранных финансовых ресурсов в экономику, на котором они мобилизируются и направляются в наиболее конкурентоспособные и быстроразвивающиеся отрасли. Согласно анализу американского института *Gallup*, в 2016 г. 52 % частных лиц в США в возрасте старше 18 лет имели активы в виде ценных бумаг, более 16 млн из них совершали сделки через интернет. На фондовых рынках США объем торгов в день составляет 50 млрд долл. На японском фондовом рынке *Nikkei* в 2016 г. насчитывалось 49,4 млн частных инвесторов, что составляет 39 % всего населения Японии.

**Финансовый рынок Республики Беларусь** характеризуется доминированием банковского сектора. Несмотря на активный рост небанковских финансовых институтов (лизинговая деятельность, микрокредитные организации и Форекс), банковская система – основной финансовый посредник. Финансовый рынок достиг текущего уровня благодаря преимущественно институциональным преобразованиям (табл. 1). Его развитие направлено на качественную трансформацию, усиление стабильности и эффективности функционирования, что требует повышения уровня финансовой емкости (глубины) и обеспечения равномерного участия экономических агентов в использовании финансовых услуг. К 2019 г. отношение активов банковского сектора Республики Беларусь к ВВП достигло уровня 60 %, увеличившись практически на треть с 2009 г. [4].

Таблица 1

## Финансовый сектор Республики Беларусь, млн руб.

Table 1

## The financial sector of the Republic of Belarus, million BYN

Показатели	Отчетная дата				
	01.01.2015	01.01.2016	01.01.2017	01.01.2018	01.01.2019
Чистые иностранные активы:	-4369,7	-4811,5	-1433,5	5428,2	6707,9
требования к нерезидентам	7646,2	11 447,6	13 851,1	17 827,8	20 874,2
обязательства перед нерезидентами	12 015,9	16 259,1	15 284,7	12 399,6	14 166,3
Чистые внутренние требования:	33 223,2	43 106,3	43 002,6	42 699,0	47 823,0
чистые требования к органам государственного управления	-4369,5	-1998,0	-813,2	-4726,8	-6919,3
требования к органам государственного управления	5398,7	9085,0	11 566,1	11 621,4	12 822,3
обязательства перед органами государственного управления	9768,2	11 083,0	12 379,2	16 348,3	19 741,7
требования к другим секторам	37 592,6	45 104,3	43 815,8	47 425,8	54 742,4
требования к государственным нефинансовым организациям	16 978,6	20 034,9	19 397,7	19 681,6	20 964,9
требования к другим нефинансовым организациям	14 187,5	18 013,2	17 001,5	18 392,7	21 639,7
требования к физическим лицам	6426,6	7056,2	7416,6	9351,5	12 137,7
Наличные деньги в обороте вне финансового сектора	1392,1	1423,4	1790,4	2346,2	2991,1
Депозиты	20 734,5	28 659,1	29 035,9	33 645,2	36 194,6
Ценные бумаги, кроме акций	1041,4	1775,6	2388,2	2839,3	3287,6
Кредиты	27,9	21,2	32,4	35,7	46,1
Производные финансовые инструменты	1,9	0,3	0,6	0,1	0,2
Страховые технические резервы	815,8	971,8	1179,7	1443,1	1745,8
Акции и другие виды участия в капитале	5799,7	5661,9	6338,0	8013,0	9676,4
Прочие статьи (чистые)	-959,8	-218,5	803,8	-195,5	589,0

Примечание. Составлено по данным Национального банка Республики Беларусь.

Совместным постановлением Совета Министров Республики Беларусь и Национального банка Республики Беларусь от 29 марта 2017 г. № 229/6 была утверждена Стратегия развития финансового рынка Беларуси до 2020 г. (далее – Стратегия). Согласно документу, целью развития финансового рынка Беларуси является его качественная трансформация, повышение стабильности и эффективности функционирования, направленные на рост экономики и благосостояния населения. В связи с этим было важно выполнить план, состоящий из более чем 50 позиций. Например, предполагалось усовершенствовать функционирование госучреждения «Агентство по гарантированному возмещению банковских вкладов (депозитов) физических лиц»; повысить защищенность банков-кредиторов от недобросовестных действий должников путем совершенствования законодательства об экономической несостоятельности (банкротстве); планомерно сократить участие банков в директивном кредитовании; развить систему жилищных строительных сбережений и инвестиционный банкинг. Предусматривались также активизация института маркетмейкеров; стимулирование развития рынка биржевых облигаций; создание условий для деятельности инвестиционных фондов и финансирования венчурных проектов; либерализация валютной системы; расширение использования торговой площадки ОАО «Белорусская валютно-фондовая биржа» (БВФБ) при размещении государственных облигаций, номинированных в белорусских рублях и иностранной валюте; выполнение иных операций с ценными бумагами, стороной по которым, согласно Стратегии, выступают орган государственного управления, государственный или местный исполнительный и распорядительный органы. Сейчас объем выпуска облигаций действительно стабильно растет, а объем акций снижается при небольшом росте капитализации (табл. 2).

Таблица 2

## Динамика выпуска акций и облигаций в Республике Беларусь

Table 2

## Dynamics of shares and bonds issues in the Republic of Belarus

Показатели выпуска	Год				
	2015	2016	2017	2018	Первые восемь месяцев 2019 г.
<i>Объем новых выпусков акций</i>					
Открытые акционерные общества, млн руб.	3401,9	2764,0	1627,3	1214,3	269,6
Закрытые акционерные общества, млн руб.	331,7	175,3	341,7	358,6	248,9
<i>Объем новых выпусков облигаций</i>					
В национальной валюте, в млн руб.	713,5	617,0	1610,5	1704,0	1812,3
В иностранной валюте, в млн рос. руб.	1165,4	3965,0	4214,0	19 096,4	1450,0
В иностранной валюте, в млн долл. США	1142,1	534,9	859,0	1585,3	149,1
В иностранной валюте, в млн евро	241,4	76,9	188,8	336,2	74,8
<i>Объем акций в обращении на 1-е января</i>					
Открытые акционерные общества, млн руб.	20 412,5	23 795,3	26 558,9	28 207,0	29 421,3
Закрытые акционерные общества, млн руб.	2083,2	2433,4	2609,1	2929,7	3288,4
<i>Объем облигаций в обращении на 1-е января</i>					
В национальной валюте, в млн руб.	5167,4	5297,4	5419,9	6293,1	7086,3
В иностранной валюте, в млн рос. руб.	8229,2	7819,2	9317,6	7024,0	21 843,4
В иностранной валюте, в млн долл. США	1975,6	2050,4	2389,6	2236,8	2675,6
В иностранной валюте, в млн евро	696,2	758,5	766,8	814,1	716,2

Примечание. Составлено авторами по данным Департамента по ценным бумагам Министерства финансов Республики Беларусь.

Ускоренное развитие небанковских секторов приводит к формированию более сбалансированной структуры финансового рынка, снижает степень доминирования банковского сектора и способствует созданию дополнительных финансовых инструментов. Ожидается, что в результате реализации Стратегии отношения активов банковской системы к валовому внутреннему продукту на 1 января 2021 г. составит не менее 62 %; активов страховых организаций к ВВП – не менее 3,1 %; активов лизинговых организаций к ВВП – не менее 5 % от валового внутреннего продукта.

В августе 2019 г. были внесены изменения в текст Стратегии. В ближайших два года будет создан институт квалифицированных инвесторов, появятся стрип-облигации, станут возможными формирование механизмов прямого участия инвесторов, не допущенных к торгам на фондовой бирже, в размещении и обращении отдельных видов ценных бумаг и осуществление корпоративных действий в акционерных обществах с использованием систем удаленного доступа.

Будут ли эти инновации востребованы участниками рынка и приведут ли к росту деловой активности на белорусском рынке ценных бумаг, сказать пока сложно. В последние годы представители Белорусской валютно-фондовой биржи уже несколько раз обещали дать доступ физическим лицам к ценным бумагам иностранных эмитентов и отечественным еврооблигациям, но пока возможности для инвестиций в любые бумаги на зарубежных рынках все еще ограничены. Сегодня гражданину Беларуси для приобретения бумаги иностранных эмитентов нужно обратиться в один из банков, оказывающих услуги доверительного управления, или получить разрешение Национального банка Республики Беларусь для открытия брокерского счета за рубежом. Такая политика позволяет Министерству финансов Республики Беларусь привлекать финансирование на внутреннем рынке по гораздо меньшей ставке, чем за пределами страны. Например, процентная ставка по валютной государственной долгосрочной облигации (ВГДО) 263 выпуска (в USD) для внутреннего рынка составила 3,9 % годовых, а облигации, размещенные Министерством финансов в России, получили доходность на уровне 8,65 % (в RUB). Еврооблигации Беларуси с погашением в 2023 г. торгуются со ставкой 6,875 % годовых (в USD).

Биржевой фондовый рынок Беларуси достаточно технологичен и информационно прозрачен. На торговой площадке Белорусской валютно-фондовой биржи могут обращаться государственные долгосрочные и краткосрочные облигации Республики Беларусь, индексируемые облигации, облигации местных исполнительных и распорядительных органов, акции, облигации банков и юридических лиц, не являющихся банками, а также биржевые облигации (табл. 3). Государственные ценные бумаги и ценные бумаги Национального банка Республики Беларусь допускаются к обращению на основании официальных итогов первичного размещения (с учетом информации о ценной бумаге, содержащейся в решении о выпуске, принимаемом эмитентом). Допуск к обращению на бирже негосударственных ценных бумаг и муниципальных облигаций осуществляется после прохождения ими процедуры листинга. Сделки с ценными бумагами совершаются в электронной торговой системе. Предлагаемые биржей механизмы торгов и расчетов активно используются Фондом государственного имущества Комитета по государственному имуществу Республики Беларусь для обеспечения процессов приватизации, Национальным банком Республики Беларусь – для поддержания и изъятия ликвидности банковской системы и реализации денежно-кредитной политики, Министерством финансов Республики Беларусь – для обеспечения процессов финансирования дефицита государственного бюджета посредством первичного размещения государственных эмиссионных ценных бумаг. Технология торговли предполагает удаленное участие клиентов в торгах ценными бумагами или с рабочих мест, расположенных на территории биржи. Торговая система адаптирована к использованию электронного документооборота.

Таблица 3

**Динамика объема торгов рынка ценных бумаг  
Республики Беларусь, млн руб.**

Table 3

**Dynamics of the securities market trading volume  
in the Republic of Belarus, million BYN**

Рынок ценных бумаг Республики Беларусь	Годы		
	2017	2018	Первое полугодие 2019 г.
<i>Организованный рынок</i>			
Объем сделок купли-продажи с акциями юридических лиц – резидентов Республики Беларусь			
по номинальной стоимости	23,0	35,5	28,8
по фактической стоимости	84,2	95,7	21,4
Объем сделок купли-продажи с облигациями юридических лиц – резидентов Республики Беларусь			
по номинальной стоимости	4089,4	3475,7	2238,2
по фактической стоимости	3974,3	3452,1	2173,0

Рынок ценных бумаг Республики Беларусь	Годы		
	2017	2018	Первое полугодие 2019 г.
<i>Неорганизованный рынок</i>			
Объем сделок купли-продажи с акциями юридических лиц – резидентов Республики Беларусь			
по номинальной стоимости	413,9	451,5	18,3
по фактической стоимости	309,1	375,3	54,7
Объем сделок купли-продажи с облигациями юридических лиц – резидентов Республики Беларусь			
по номинальной стоимости	5650,7	15 118,1	12 117,4
по фактической стоимости	5821,8	15 220,1	12 170,7
<i>Общий объем сделок купли-продажи</i>			
С акциями			
по номинальной стоимости	436,9	487,1	47,1
по фактической стоимости	393,3	471,1	76,1
С облигациями			
по номинальной стоимости	9740,1	18 593,8	14 355,5
по фактической стоимости	9796,1	18 672,3	14 343,7

Примечание. Составлено авторами по данным ОАО «БВФБ».

В Республике Узбекистан механизм рынка ценных бумаг функционирует не столь эффективно, как в других странах. Созданная в 1994 г. Республиканская фондовая биржа «Тошкент» (РФБ) до настоящего времени недостаточно эффективно осуществляла свои основные функции (привлечение на рынок финансово устойчивых компаний и инвесторов, создание для них благоприятных условий, обеспечение доступности и прозрачности для широких слоев населения). Вследствие ряда мероприятий, проведенных на биржевом рынке, общий оборот рынка акций и корпоративных облигаций за 2018 г. составил 10,71 трлн сумов:

- в том числе на первичном рынке заключены 4457 сделок на 9,0 трлн сумов;
- на вторичном рынке – 15 331 сделка на 1,70 трлн сумов.

На организованном рынке состоялось 14 039 сделок с акциями на общую сумму 713,71 млрд сумов, что на 413,2 млрд сумов (или в 2,37 раз) больше показателя по объему 2017 г. (300,51 млрд сумов, 2939 сделок). Объем сделок с акциями на вторичном рынке с участием физических лиц за отчетный период составил 734,7 млрд сумов, что составляет 45,8 % от общего объема всех сделок на вторичном рынке.

В 2018 г. в Узбекистане в соответствии с международными принципами и стандартами впервые в истории успешно проведены продажи акций способами публичного предложения IPO и SPO. Эмитентами данных акций были АО «Кварц» и АО «Кокандский механический завод» [5]. Страна открывает экономику иностранным инвесторам, сама делает первый шаг на глобальный рынок. Выпуск облигаций в 2019 г. стал первым в СНГ и сразу привлек внимание финансистов, и спрос намного превысил предложение: желающих приобрести эти ценные бумаги оказалось около 150, а общая сумма заявок – 3,8 млрд долл. США. Почти три четверти инвесторов – это в первую очередь фонды и управляющие активами, далее страховые компании, пенсионные фонды, фонды национального благосостояния ряда государств и банки. Самый большой интерес проявили британские структуры (39 % от пяти- и 32 % десятилетнего траншей), представители Америки (23 % и 31 %), континентальной Европы (32 % и 27 %), Северной Африки, Ближнего Востока, Азии (10 % и 6 %).

Подготовка к размещению облигаций шла свыше года, и помощь в этом процессе оказывали авторитетные международные компании с соответствующим опытом: *J. P. Morgan*, *Citigroup* и Газпромбанк. Узбекистанская делегация провела больше 100 встреч-презентаций в Нью-Йорке, Бостоне и Лондоне, что вызвало огромный интерес к ценным бумагам республики. В результате их доходность пересмотрели и на рынок выпустили два транша по 500 млн долл. США каждый: первый с доходностью 4,75 % подлежит выплате в феврале 2024 г., а второй с доходностью 5,375 % – в феврале 2029 г. [6].

Как отмечают в Министерстве финансов Республики Узбекистан, удачный дебют на фондовом рынке отражает уверенность инвесторов в устойчивости экономики Узбекистана и продолжении в стране экономических реформ. Это хорошее начало для того, чтобы и далее выпускались облигации отечественными предприятиями, принадлежащими государству, финансовыми и другими структурами.

За годы независимости в Узбекистане накоплен большой опыт создания и функционирования различных разновидностей высокоинтегрированных корпоративных структур (ВИКС), в большинстве которых роль банковских институтов ограничивается, к сожалению, функциями традиционного банковского обслуживания, бухгалтерского учета или расчетных центров по проводимым ими операциям на внутреннем и внешнем рынках. Отсутствие в структуре ВИКС банков и других финансовых институтов не позволяет активно использовать необходимые финансовые ресурсы, снижает инвестиционную привлекательность, замедляет темпы модернизации производства. Возрастание роли банков в составе высокоинтегрированных корпоративных предприятий обусловлено усиливающейся потребностью в формировании взвешенной промышленной политики, направленной на интеграцию промышленно-финансового капитала в целях обеспечения нового качества экономического роста и завоевания Узбекистаном достойного места в международном общественном разделении труда. Своевременное формирование этой новой для Узбекистана формы хозяйствования вызвано также потребностью в скорейшей передаче государственных активов, находящихся в форме государственной доли акций приватизированных предприятий, в руки реальных собственников, способных организовать более эффективное их использование.

В связи с этим своевременное формирование сети высокоинтегрированных корпоративных предприятий с участием коммерческих банков становится перспективным инструментом повышения эффективности общественного производства, укрепления фондового рынка и защиты отечественных товаропроизводителей. Необходимость активизации участия банков в составе ВИКС диктуется также усиливающимся интересом иностранных стратегических инвесторов к целому ряду базовых отраслей экономики Узбекистана. Следовательно, создание широкой сети ВИКС на территории республики в условиях глобализации и интернационализации финансовых рынков не только закономерный шаг в развитии системы организационно-правовых форм общественного производства, но и необходимый этап институционального укрепления реорганизации реального сектора экономики Узбекистана. При этом необходимо исследовать факторы, влияющие на расширение масштабов инвестиционных операций коммерческих банков с акциями акционерных предприятий страны. Но эта задача не поддается формализации, так как в ней предусматривается ранжирование факторов по степени влияния на исследуемый предмет.

В рамках нашего исследования именно отсутствие статистических данных и фактического материала не позволило формализовать задачу и выявить основные факторы, оказывающие влияние на расширение масштабов инвестиционных операций коммерческих банков с акциями акционерных предприятий страны. В связи с этим целесообразно использовать один из распространенных методов прогнозирования – экспертный метод Дельфи. Его выбор обусловлен тем, что он позволяет на основе мнений специалистов по данному вопросу обнаружить и научно обосновать те или иные факторы и ранжировать их по степени влияния на принятие инвестиционных решений потенциальных инвесторов.

Число экспертов может быть установлено с учетом среднего уровня групповой ошибки их мнений и составляет 20–25 человек, которые имеют высокий уровень квалификации, богатый опыт работы в данной области. Так, для нашего экспертного опроса были привлечены более 170 специалистов и руководителей инвестиционных подразделений коммерческих банков страны. Были рассмотрены следующие факторы, сдерживающие расширение масштабов собственных инвестиционных операций банков с акциями Узбекистана:

$X_1$  – низкий уровень прозрачности национального рынка акций;

$X_2$  – высокий уровень инвестиционного риска для потенциальных инвесторов;

$X_3$  – низкий уровень доходности акций большинства эмитентов республики;

$X_4$  – отсутствие надежной инфраструктуры, обеспечивающей снижение рисков инвесторов;

$X_5$  – низкий уровень прозрачности рынка акций и низкий уровень доходности акций большинства эмитентов.

На основе результатов опроса экспертов была составлена сводная матрица (см. табл. 4), в которую занесены ранги  $i$ -го фактора, устанавливаемого  $j$ -м экспертом. Данная матрица стала исходным документом для принятия решения о степени значимости факторов, влияющих на оценку инвестиционного потенциала акций ВИКС. Результатом статистической обработки степени значимости указанных факторов стал коэффициент согласованности (конкордации) мнений экспертов, расчет которого был осуществлен благодаря программному обеспечению «Экспертный опрос с помощью метода конкордации», разработанному специалистами компьютерного центра Банковско-финансовой академии [7].

Таблица 4

Сводная матрица экспертного опроса

Table 4

Consolidated matrix of expert survey

Ранг факторов	1	2	3	4	5
$\sum_{j=1}^m X_{ij}$	298	422	481	556	793
$a = \frac{1}{2}m(n+1)$	510	–	–	–	–
$\sum_{j=1}^m X_{ij} - a$	-212	-88	-29	46	283
$\left(\sum_{j=1}^m X_{ij} - a\right)^2$	44 944	7744	841	2116	80 089

Расчет коэффициента согласованности был выполнен в следующей последовательности.

1. Подсчитана сумма рангов для каждого  $i$ -го фактора.
2. Рассчитан средний ранг по формуле

$$a = \frac{1}{2}m(n+1) = 510.$$

3. Для каждого  $i$ -го фактора определено отклонение суммы рангов от среднего ранга и полученная разность возведена в квадрат.

4. Рассчитано максимальное значение суммы квадратов отклонений для всех факторов, включенных в рассматриваемую матрицу:

$$S_{\max} = \frac{1}{12}m^2n(n^2 - 1) = 289\,000.$$

5. Рассчитана сумма квадратов фактических отклонений от среднего значения ранга для всех факторов:

$$S_f = \sum_{i=1}^n \left( \sum_{j=1}^m X_{ji} - a \right)^2 = 135\,734.$$

6. Рассчитан коэффициент согласованности мнений экспертов по формуле:

$$W = \frac{S_f}{S_{\max}} = 0,4697.$$

7. Для оценки значимости коэффициента конкордации использовано распределение  $\chi^2$ , которому подчинена случайная величина  $Wm(n-1)$  с числом степеней свободы  $\varphi = n - 1$ . Проверка значимости сводилась к проверке статистической гипотезы о равенстве коэффициента конкордации нулю. При заданном уровне значимости  $\alpha$  (принимается 0,05) эта гипотеза отвергается, когда

$$Wm(n-1) \geq \lambda_{kp}^2(\alpha, \varphi).$$

В нашем случае

$$Wm(n-1) = 319\,396;$$

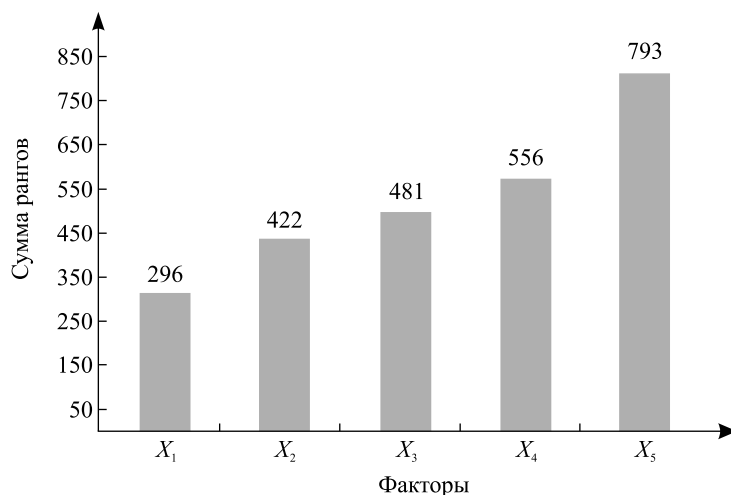
$$\alpha = 0,05;$$

$$\varphi = n - 1 = 4;$$

$$\lambda_{kp}^2(\alpha, \varphi) = 9,49.$$



В результате произведенных расчетов установлена согласованность мнений экспертов-участников и построена гистограмма распределения факторов по степени уменьшения их влияния на принимаемые инвесторами инвестиционные решения (см. рисунок).



Гистограмма распределения факторов, влияющих на оценку инвестиционного потенциала ценных бумаг ВИКС  
A histogram of the distribution of factors affecting the assessment of the investment potential of HICS securities

Дальнейшая активизация участия банков в финансовом обеспечении потребностей создаваемых в Узбекистане ВИКС требует значительного расширения состава инвестиционно-финансовой инфраструктуры и повышения качества ее работы. Основной целью ее институционального развития должно стать формирование такой модели финансового рынка, которая будет способствовать интеграции промышленного и финансового капитала и его привлечению на нужды инновационного развития широкой сети высокоинтегрированных бизнес-структур на территории Узбекистана. Для реализации данной цели от институтов инфраструктуры требуется решение ряда следующих важных задач:

- обеспечение широкого выбора посредников на финансовом рынке Узбекистана для привлечения иностранных и отечественных инвестиций;
- законодательное и судебное обеспечение защиты прав законных прямых иностранных стратегических инвесторов, вкладывающих свои ресурсы в развитие ВИКС;
- расширение спектра инструментов финансового рынка для нужд модернизации, технического и технологического обновления данной категории предприятий (синдицированный кредит, лизинг, факторинг, франчайзинг, толлинг);
- снижение уровня рисков, принимаемых коммерческими банками или другими финансовыми институтами, участвующими в создании и функционировании ВИКС;
- устранение административных и налоговых барьеров в целях стимулирования предложения корпоративных бумаг, выпускаемых ВИКС для нужд своего инновационного развития;
- оказание содействия в обеспечении мобильности и перелива капитала, снижения стоимости инвестиционных ресурсов, привлекаемых банками для нужд развития ВИКС.

Общее развитие инвестиционно-финансовой инфраструктуры в институциональном плане должно предполагать реализацию следующих безотлагательных мер:

- установление эффективного контроля за движением всех видов ценных бумаг, способных привлечь инвестиционные ресурсы для развития высокоинтегрированных корпоративных предприятий;
- проведение единой государственной политики по развитию различных сегментов финансового рынка Узбекистана и его инфраструктуры;
- увеличение объема базового капитала инвестиционных посредников, обеспечивающих мобилизацию средств для нужд инновационного развития данной категории предприятий.

В экономике Узбекистана наблюдаются проблемы, которые препятствуют повышению роли фондового рынка, приведению деятельности акционерных обществ к соответствующему уровню международных стандартов:

- объем прямых инвестиций, привлекаемых на финансовом рынке, а также доля и место финансового рынка значительно ниже показателей стран с сопоставимым уровнем развития;

- формы и методы государственного регулирования финансового рынка, функции и деятельность Центра по координации и развитию рынка ценных бумаг не соответствуют требованиям сегодняшнего дня;
- преобладание в деятельности акционерных обществ формального подхода к выполнению требований корпоративного управления при сохранении устаревших административно-плановых подходов к управлению предприятиями;
- крайне низкий уровень подготовки специалистов в области корпоративного управления и финансового рынка, недостаточная работа по повышению финансовой грамотности населения, привлечению в экономику страны свободных средств и их вложению в ценные бумаги со стороны физических и юридических лиц.

Подводя итоги, следует признать, что на темпах роста инвестиционной привлекательности всего рынка ценных бумаг Узбекистана негативно отражаются низкие уровень и качество участия коммерческих банков в удовлетворении их собственных инновационных потребностей и, следовательно, их финансовом обеспечении. Своевременная реализация вышеперечисленных мер поможет создать условия для активизации деятельности банков в составе ВИКС в качестве инвестиционных консультантов, финансовых брокеров, институциональных инвесторов или финансовых супермаркетов. Все это должно оказать позитивное влияние на повышение конкурентоспособности узбекистанских товаропроизводителей, совершенствование инвестиционной деятельности коммерческих банков, рост инвестиционной привлекательности финансового рынка, общее улучшение инвестиционного климата в Республике Узбекистан.

Механизмами решения названных проблем и мерами по активизации деятельности финансового рынка в Республике Узбекистан служат Закон Республики Узбекистан «О биржах и биржевой деятельности» в новой редакции от 13 марта 2015 г. и Указ Президента Республики Узбекистан от 14 января 2019 г. № УП-5630 «О мерах по коренному совершенствованию системы управления государственными активами, антимонопольного регулирования и рынка капитала».

В качестве рекомендаций можно предложить следующее:

- разработка системы реальных экономических стимулов для банковско-финансовых организаций, оказывающих значительные объемы услуг по подготовке эмиссионных проспектов, организации подписки и размещению ценных бумаг предприятий Узбекистана;
- введение специальных финансовых преференций для коммерческих банков и инвестиционных фондов, вкладывающих свои свободные финансовые ресурсы в акции и облигации корпоративных предприятий;
- подготовка комплекса мер по страхованию рисков стратегических инвесторов, вкладывающих средства в ценные бумаги корпоративных предприятий;
- совершенствование системы показателей для анализа положения на рынке ценных бумаг, обеспечивающей прозрачность рынка для иностранных инвесторов;
- создание единой общегосударственной системы информационного обеспечения участников рынка ценных бумаг;
- внедрение на рынок ценных бумаг Узбекистана апробированных зарубежной практикой фондовой деятельности системы взаимных гарантий, страхования и разнообразных форм компенсаций для стратегических инвесторов.

Своевременное внедрение в практику приведенных рекомендаций и постоянная работа государства и фондовой биржи по совершенствованию биржевой торговли, дальнейшему укреплению, расширению и стабильному развитию рынка ценных бумаг позволяют надеяться, что уже в недалеком будущем инвестиции в ценные бумаги станут одними из самых популярных способов размещения свободных денежных средств.

### Библиографические ссылки

1. Хамидулин МБ. Основные направления совершенствования корпоративного управления в Республике Узбекистан. *Международный академический вестник*. 2015;6(12):56–57.
2. Бабаева НМ. Рынок ценных бумаг как поставщик инвестиционных ресурсов для развития корпоративных предприятий. *Инновационная экономика: перспективы развития и совершенствования*. 2017;4(22):10–15.
3. Драчев Д. Экономическое содержание рынка ценных бумаг и принципы его обращения. *Государственная служба*. 2004; 6(32):47–51.
4. Власенко М, Юзефальчик И. Финансовый рынок и реальный сектор экономики: взаимосвязь и трансмиссия шоков. *Банкаўскі вестнік*. 2018;12:9–18.
5. Агентство Республики Узбекистан по развитию рынка капитала [Интернет; процитировано 20 сентября 2019 г.]. Доступно по: <https://www.cmda.gov.uz/ru/itogi/591-pokazateli-2018>.

6. Республиканская фондовая биржа «Тошкент» [Интернет; процитировано 20 сентября 2019 г.]. Доступно по: <https://www.uzse.uz/>.
7. Банковско-финансовая академия Республики Узбекистан (BFA) [Интернет; процитировано 20 сентября 2019 г.]. Доступно по: <http://www.bfa.uz/view/27?lang=ru>.

## References

1. Khamidulin MB. The main directions of improving corporate governance in the Republic of Uzbekistan. *Mezhdunarodnyi akademicheskii vestnik*. 2015;6(12):56–57. Russian.
2. Babaeva NM. Securities market as a supplier of investment resources for the development of corporate enterprises. *Innovatsionnaya ekonomika: perspektivy razvitiya i sovershenstvovaniya*. 2017;4(22):10–15. Russian.
3. Drachev D. Economic content of the securities market and principles of its circulation. *Public service*. 2004;6(32):47–51. Russian.
4. Vlasenko M, Yuzefal'chik I. The financial market and the real sector of the economy: interconnection and transmission of shocks. *Bankauski vesnik*. 2018;12:9–18. Russian.
5. Agency of the Republic of Uzbekistan for development of capital market. [Internet; cited 2019 September 9]. Available from: <https://www.cmda.gov.uz/ru/itogi/591-pokazateli-2018>. Uzbek.
6. Republican Stock Exchange «Toshkent» [Internet; cited 2019 September 9]. Available from: <https://www.uzse.uz/>. Uzbek.
7. Banking and Finance Academy of the Republic of Uzbekistan (BFA) [Internet; cited 2019 September 9]. Uzbek.

*Статья поступила в редколлегию 16.10.2019.  
Received by editorial board 16.10.2019.*