

УДК 330.341

## НОВАЯ АРХИТЕКТУРА ФИНАНСОВОЙ СИСТЕМЫ УЗБЕКИСТАНА С ПОЗИЦИЙ ИННОВАЦИОННОГО РАЗВИТИЯ

**А. Ф. Расулев**

*Глобальные тенденции свидетельствуют, что связь между финансами и экономическим ростом не является линейной. С макроэкономической точки зрения банковский сектор и рынок ценных бумаг являются взаимодополняющими элементами финансовой системы. В статье рассмотрены банковский и фондовый сегменты финансового рынка Республики Узбекистан.*

**Ключевые слова:** источники финансирования инноваций, банковская система, рынок капитала, рынок ценных бумаг, экономический рост

Роль услуг, предоставляемых финансовой системой, является критической для успешного осуществления инновационной деятельности и обеспечения устойчивого экономического роста. Это подтверждает теоретические взгляды Й. Шумпетера, утверждавшего, что финансовая система играет ключевую роль в оценке перспективности новых предприятий и в перераспределении сбережений от менее перспективных к более перспективным и инновационным фирмам. Она также позволяет диверсифицировать риски, связанные с инновациями. Повышение эффективности национальной экономики, обеспечение устойчивого экономического роста на инновационной основе требуют более детального анализа методов и способов усиления инновационной восприимчивости экономики. Почти все исследователи вопросов финансирования инноваций согласны в том, что доступность финансирования является необходимым и едва ли не важнейшим условием введения инноваций.

### Источники финансирования инноваций

Принципы организации финансирования инноваций должны быть ориентированы на множественность источников финансирования и предполагать быстрое и эффективное внедрение инноваций с их коммерциализацией, обеспечивающей рост финансовой отдачи от инновационной деятельности. Возможность для компании привлечь финансирование является критической составляющей процесса коммерциализации результатов исследований и опытно-конструкторской деятельности, и для этого используются различные методы финансирования.

В настоящее время в качестве основных источников средств, используемых для финансирования инновационной деятельности, могут быть следующие финансовые ресурсы:

— ресурсы, образуемые за счет собственных и приравненных к ним средств;

— ресурсы, мобилизуемые на финансовом рынке и с использованием других способов организации частных инвестиций;

— ресурсы, поступающие в порядке перераспределения, и бюджетные средства, а также другие виды государственного финансирования.

Остановимся на ресурсах, мобилизуемых на финансовом рынке, т. е. речь идет о финансировании на основе банков и финансировании с помощью рынков капитала.

*Финансирование с помощью рынков капитала (ценных бумаг).* Данная форма позволяет аккумулировать крупные финансовые ресурсы путем размещения ценных бумаг среди неограниченного круга инвесторов для осуществления перспективных инновационных проектов. Посредством эмиссии ценных бумаг производится замена инвестиционного кредита рыночными обязательствами, что способствует оптимизации структуры финансовых ресурсов, инвестируемых в инновационный проект.

*Банковские кредиты.* Коммерческие банки финансируют инновационные проекты, обладающие реальными сроками окупаемости (срок окупаемости меньше срока реализации проекта), имеющие источники возврата предоставляемых финансовых средств, обеспечивающие значительный прирост инвестируемого капитала. Банковский кредит предоставляется на определенный срок под проценты, размер которых зависит от срока займа, величины риска по проекту, характеристик заемщика и пр. Процентная ставка может определяться исходя из базисной ставки, на которую ориентируются инвестиционные банки.

Существование эффективного банковского сектора необходимо для любой экономики, поскольку он создает необходимую среду для экономического роста. Играя важную роль финансового посредничества, банковский сектор рассматривается как эффективный институт денежно-кредитной политики, которая в свою

очередь оказывает влияние на финансово-хозяйственную, в том числе инновационную, деятельность. Влияние же 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.

Различаясь по технологии финансирования инноваций, и банковский сектор, и рынок ценных бумаг призваны выполнять одну миссию — мобилизацию сбережений для финансирования инновационного развития. Долгое время существовало противопоставление так называемой банковской и рыночной моделей финансового рынка<sup>1</sup>. Последствия кризиса обозначили новую тенденцию — союз рынка капиталов в целях эффективного развития национальных экономик. Рассмотрев точку зрения относительно складывающегося в глобальной экономике союза рынков капитала и пользуясь данным контекстом, в конце статьи рассмотрим некоторые показатели банковского сектора и рынка ценных бумаг в Узбекистане.

### Глобальные тенденции

В настоящее время во всем мире экономика все еще борется с неблагоприятными последствиями финансового кризиса. Средняя потеря потенциального объема производства в результате финансового кризиса, по оценкам, составила 8,4 %. Кризисы уменьшают объемы функционирующего в экономике капитала — и процесс восстановления экономического роста при помощи инвестиций занимает много времени. Ограниченный объем кредитных ресурсов в условиях финансового кризиса может привести к появлению неэффективного капитала. Инвестиции в инновации откладываются. Это сжимает потенциал производства и производительности труда, тем самым замедляя долгосрочный рост в перспективе.

Для того чтобы ослабить негативные последствия финансового кризиса для роста, были разработаны многие новые правила. На

международном уровне регулирование глобально значимых финансовых институтов остается в центре внимания. В Европе созданный недавно Союз рынков капитала занимает видное место<sup>2</sup>. Кризисные явления в Европейском Союзе и в рамках Европейского валютного союза в 2009–2011 гг. в основном затронули банковскую систему стран-членов. В ЕС в отличие от США компании практически полностью полагаются на получение банковских кредитов для финансирования своей деятельности. В США же активно используется привлечение средств на фондовых рынках. Цель создания Союза рынков капитала вполне ясна — существенное снижение роли банков в финансировании реального сектора экономики и повышение привлекательности фондовых рынков для малых и средних предприятий. Однако есть опасения, что устанавливаемая нормативная система становится слишком сложной и, следовательно, менее прозрачной. Это делает необходимым сосредоточиться на ключевых принципах государственной регуляторной реформы в финансовой сфере.

Существуют ключевые вопросы:

— Что собой представляют отношения между финансами и экономическим ростом?

— В действительности ли стабильные финансовые системы способствуют стабильному экономическому росту?

Чтобы ответить на эти вопросы, можно опереться на большой объем эмпирических и теоретических доказательств.

Начнем с выяснения связи между финансовым развитием и экономическим ростом. В 1990-х годах было широко распространено мнение, что финансовое развитие способствует экономическому росту. Развитые финансовые секторы стимулируют предпринимательство, инновации, инвестиции и производительность. Многие из этих полезных особенностей финансовых рынков возникают через доленое финансирование (т. е. выпуск ценных бумаг). Через финансовый капитал предприятия, например новые стартапы, получают не только финансовые ресурсы, но и управленческий опыт. Тем не менее, в большинстве академических и политических дебатов финансовое развитие, как правило, связывалось с получением кредитов при посредничестве банковской системы. И эмпирические исследования подтверждали тезис о том, что страны с более

<sup>1</sup> То есть финансирование на основе банков и финансирование с помощью рынков капитала. Так называемая континентальная и англосаксонская модели финансового рынка.

<sup>2</sup> 30 сентября 2015 года Европейская комиссия опубликовала «План действий по строительству Союза рынков капитала» (Action Plan on Building a Capital Markets Union), который должен быть реализован к 2019 году.

крупными банковскими системами имели более динамичный экономический рост.

Тем не менее финансовый кризис поднял важный вопрос о том, что все большее расширение финансового сектора, возможно, даже мешает экономическому росту. Или, образно говоря, банковский кредит схож с потоком воды. Вода, конечно, необходима для жизни, но когда ее слишком много и поток стремительно нарастает, это может привести к наводнению и даже цунами.

Последние эмпирические данные показывают, что на самом деле связь между финансами и экономическим ростом не является линейной. В странах со средним уровнем дохода развитие финансового сектора оказывает положительное воздействие на экономический рост. В странах с высоким уровнем дохода дополнительный рост в финансовом секторе может оказать отрицательное воздействие на экономический рост.

Следовательно, нет такого понятия, как «оптимальный» размер финансового сектора для всех стран. И усилия политики должны быть направлены на обеспечение правильных институциональных рамок и стимулов для финансового сектора. Цель — ограничение рисков.

Остановимся на механизмах функционирования современной банковской системы. В 2009 г. Пол Кругман придумал термин «банковский застой» для описания основной функции банков — приема вкладов населения и предоставления корпоративных кредитов. Банки очень долго выполняли свою роль по финансированию предпринимательства и появлению новых фирм, которая приводила к положительной динамике в деятельности фирм и впоследствии к появлению инноваций. Возникает вопрос: почему в какой-то момент банковскому сектору не удается продолжать поддерживать экономический рост?

Первое объяснение связано со структурой деятельности банков индустриально развитых стран. Среди быстрорастущих банков бизнес стремится смещаться в сторону деятельности, связанной с получением непроцентных доходов. Банки, как правило, полагаются на оптовое, вместо депозитного, финансирование. Банки больше не выполняют свою традиционную роль, принимая вклады и предоставляя кредиты реальному сектору экономики. Когда стабильность на рынках падает, банки с высокой долей фондирования кредитов находятся в худшем положении и им приходится урезать кредитный портфель в большей степени.

Второе объяснение связано с разницей между потребительскими и коммерческими (корпоративными) кредитами. В целом кредитный канал банковского финансирования более тесно связан с финансированием инвестиций и инноваций. Тем не менее, по мере развития страны и достижения предельной производительности в отраслях экономики расширение кредитования реального сектора становится все более трудным с точки зрения стимулирования дальнейшего экономического роста. Более того, очень часто банковское кредитование домашних хозяйств по сравнению с кредитованием корпоративного сектора связано для банков с негативными последствиями для роста их бизнеса.

Третье объяснение основано на структуре занятости в финансовом секторе. В США в финансовом секторе работают высококвалифицированные специалисты, которых привлекает высокая по сравнению с промышленностью заработная плата, особенно в последние 30 лет. Сегодня финансовый сектор теряет свою привлекательность как вид деятельности.

Все эти факторы — изменения в структуре банковского финансирования, в банковских активах и в квалификации состава банкиров — помогают объяснить, почему финансовый сектор может в какой-то момент становиться оторванным от реальной экономики. Замечено, что финансовые системы, построенные на более справедливых основах, а не долговой форме, по своей природе более стабильны. В связи с этим возникает вопрос: какой баланс между банковским и рыночным финансированием является наиболее благоприятным для роста? Этот вопрос не является новым. В начале 1990-х годов, например, страны Восточной Европы и бывшего Советского Союза должны были решить, следует ли им выбирать банк-ориентированную или рыночно-ориентированную финансовую систему. В действительности обе системы имеют свои преимущества, в зависимости от стадии экономического развития и стадии экономического цикла.

#### **Финансовая стабильность**

Структура финансирования важна не только при обсуждении последствий финансирования для роста. Скорее всего, структура финансирования также имеет важные последствия для стабильности финансовой системы в целом. Здесь наблюдается несколько эффектов.

Во-первых, чем выше доля заемного финансирования, тем более значителен эффект от «финансового акселератора», когда неболь-

шие толчки могут иметь большие системные последствия для экономики, угрожая стабильности всей финансовой системы.

Во-вторых, высокие уровни задолженности домашних хозяйств влияют на стабильность путем изменения потребления. Данные для США показывают, что домохозяйства с высоким уровнем задолженности по недвижимости сокращают потребление в ответ на потрясения цен на активы, усиливая таким образом цикл<sup>1</sup>.

В-третьих, фирмы с высоким уровнем долга не могут сглаживать поток инвестиций в случае неблагоприятного шока.

В-четвертых, высокие уровни долга государственного сектора могут стать дестабилизирующим фактором. Государственные расходы не могут смягчить последствия финансовых кризисов, когда уровень государственного долга уже слишком высок.

Эти эффекты дополнительно увеличиваются, если домашние хозяйства, фирмы и правительства заимствовали из банковского сектора, который недостаточно капитализирован. Дестабилизирующие последствия долга вытекают из контрактных возможностей. Стандартные долговые контракты нечувствительны к ситуации заемщика. Когда риски очевидны, корректировка шоков может произойти только с помощью новых кредитов или через ограничение на существующие кредиты. В противоположность этому, стоимость рынков капитала изменяется так, что справедливость обеспечивает механизм распределения риска.

Финансовые системы, которые больше полагаются на собственный капитал, а не на долговое финансирование, могут способствовать росту и имеют тенденцию быть более устойчивыми к ударам.

Итак, более развитая финансовая система является основой для экономического роста. Тем не менее, усилия по реформированию не должны быть направлены на простое увеличение размера финансового сектора. Вместо этого нужно убедиться, что финансовый сектор выполняет свою роль посредничества и обрабатывает информацию эффективно. Союз рынков капитала предоставляет прекрасную возможность. Он может действительно способствовать улучшению функционирования долговых рынков.

Вернемся к соотношениям между финансированием на основе банков и рыночным финансированием. Дебаты о превосходстве од-

ной или другой финансовой системы длятся не одно десятилетие, если не столетие.

Заметным фактором, вызвавшим эту дискуссию, были различия в росте между Германией и Великобританией в конце девятнадцатого и начале двадцатого веков. Некоторые утверждали, что доминирование на финансовом рынке банков и их тесная взаимосвязь со своими клиентами способствовали быстрому росту промышленности Германии. В целом, сторонники банковской системы утверждают, что банки лучше всего подходят для работы с информационной асимметрией, так как их давние связи со своими клиентами позволяют им собрать информацию о фирмах и менеджерах. Эта информация приводит к более эффективному распределению капитала и улучшению корпоративного управления.

Давние узы банков со своими клиентами позволяют получать полную информацию исключительно для самих банков. Естественно, они склонны делать эту информацию конфиденциальной. В отличие от этого, финансирование с помощью рынков капитала быстро распространяет информацию о фирмах. Банки используют конфиденциальную информацию о фирмах, чтобы направлять ресурсы в те из них, которые являются наиболее продуктивными, они могут использовать информацию, чтобы оградить их клиентов от конкуренции.

Что предпочтительнее — банковский кредит, облигация или выпуск акций с точки зрения отдельной фирмы — зависит в значительной степени от того, на каком этапе экономического жизненного цикла находится фирма. Или, проще говоря, если это инновационный стартап, то можно извлечь выгоду из опыта венчурного фонда. Если это небольшая фирма с давними связями в своем банке, то есть вероятность, что банковский кредит является лучшим выбором. Но если это большая устойчивая корпорация, выпуск облигаций может быть наиболее выгодным.

Таким образом, с точки зрения отдельной фирмы ответ на вопрос «кредит или капитал» является индивидуальным. Что же показывает системный взгляд?

Есть некоторые признаки того, что рыночные системы могут быть более проциклическими, чем системы на основе банковского финансирования [5]. Более выраженные бумы цен на активы в рыночных системах могут дать объяснение этому.

Исследование, проведенное Банком международных расчетов, показало, что финансовые системы на основе банковского финанси-

<sup>1</sup> Of credit and capital — what is needed for an efficient and resilient financial system? IIF Europe Summit [8].

ния более эффективны в сглаживании влияния «нормальных» колебаний экономического цикла, рыночные системы способствуют более быстрому восстановлению после финансовых кризисов [7].

Таким образом, с макроэкономической точки зрения кредит и капитал являются взаимодополняющими элементами финансовой системы.

Интегрированные рынки капитала играют гораздо большую роль, особенно — интегрированные фондовые рынки, которые сгладили около 40 % циклических колебаний в федеральных штатах США. Другая доля, около 25 %, смягчающего эффекта приходится на банки. В общей сложности около 80 % от экономического шока в США поглощается, прежде чем это может повлиять на потребление. Исследования в Канаде дают сходные результаты [6].

В Европе картина выглядит иначе. Здесь, в основном, смягчающий эффект приходится на кредитные рынки, и в этом они не очень эффективны. В целом только около 40 % от заданного шока поглощается, прежде чем он может повлиять на расход [4].

Многие банки запятнали свою репутацию во время кризиса, но банки предоставляют важные услуги обществу, без которых рынку будет трудно обходиться. Это делает необходимым совершенствование регулятивных мер в индустриально развитых странах, которые необходимы, особенно что касается таких банков, которые «слишком большие, чтобы обанкротиться».

#### **Финансовый рынок Узбекистана: банковский и фондовый сегменты**

Данные положения были бы неполными, если бы мы не обратились к обзору финансовой системы конкретной страны.

На современном этапе развития экономики Узбекистана определяющая роль в формировании и развитии национальной финансовой инфраструктуры, ориентированной на эффективное долгосрочное финансирование инновационного развития, принадлежит банковской системе.

Банковская система Узбекистана в настоящий момент<sup>1</sup> представлена 26 банками, из них 3 — государственные банки, 5 — банки с участием иностранного капитала, 11 — акционерные банки и 7 — частные акционерно-коммерческие банки.

В настоящее время важнейшее внимание уделяется дальнейшему повышению уровня

капитализации и обеспечению стабильности банков, их широкому участию в инвестиционных процессах, а также укреплению самостоятельности коммерческих банков. Наблюдается стабильный рост совокупного капитала банков Узбекистана. Данный показатель по состоянию на 1 января 2016 г. достиг более 7,8 трлн сумов<sup>2</sup> (рис. 1).

Уровень достаточности капитала банковской системы Узбекистана составляет 23,6 %, что почти в 2,5 раза превышает требования нынешних международных стандартов. Уровень текущей ликвидности банковской системы вот уже в течение ряда лет превышает 64,5 %, что в 2 раза больше минимального уровня, установленного международными стандартами. Требования к банкам Узбекистана по капиталу в рамках введения стандартов Базельского комитета по банковскому надзору («Базель III») сопоставимы с западными и даже превышают по ряду параметров.

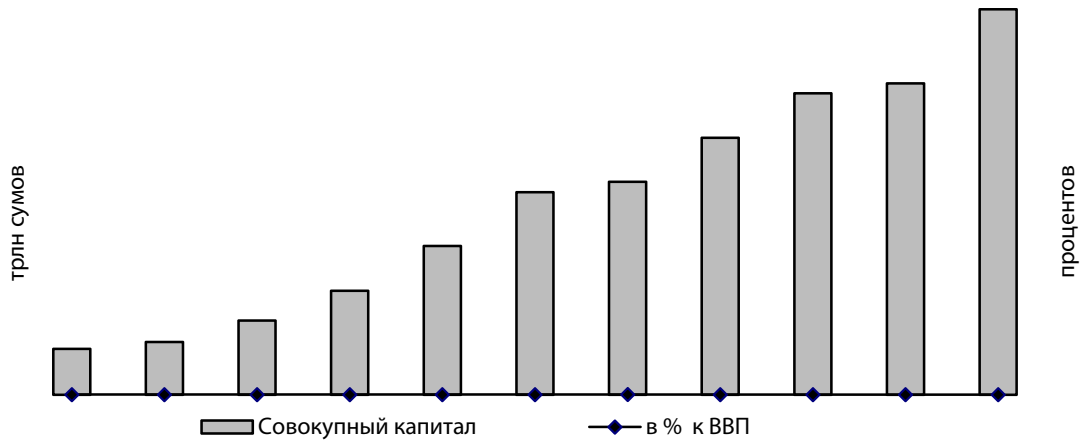
С первого января 2016 г. минимальное значение достаточности регулятивного капитала увеличено с 10 до 11,5 %, а коэффициент достаточности регулятивного капитала — с 5 до 7 %. Доля проблемных кредитов банков Узбекистана составляет менее одного процента от общей суммы выданных кредитов. Несмотря на финансовый кризис, банкам Узбекистана удается поддерживать низкий уровень NPL (*non-performing loans*, неработающие кредиты) в своем кредитном портфеле.

Рост совокупного капитала банков и объема привлеченных средств, формирующих пассивы банка, позволяет увеличивать активы банковской системы. Активы банков в 2015 г. по сравнению с 2014 г. возросли на 25,1 % и составили 65,2 трлн сумов (рис. 2). Отмечается стабильная динамика качества активов узбекистанских банков, в частности, положительные тенденции в сфере капитальных инвестиций. Это дает основание полагать, что качество активов останется на стабильном уровне.

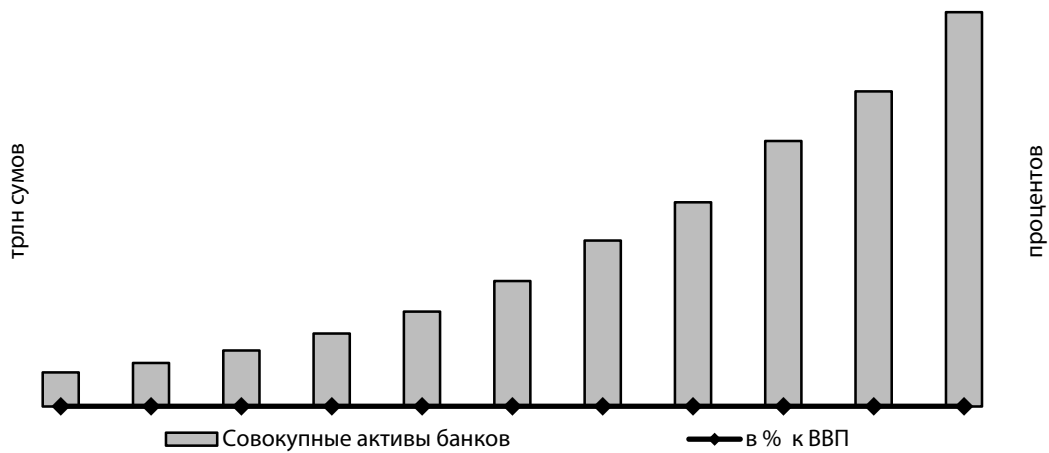
Основной удельный вес в активах узбекистанских банков занимают кредитные операции. В 2015 г. коммерческими банками осуществлен ряд масштабных мер, ориентированных на ввод важнейших современных и высокотехнологичных промышленных производств и мощностей, модернизацию ведущих отраслей экономики, ускорение технического и технологического обновления. В результате общий объем кредитов, направленных в реаль-

<sup>1</sup> На 1 апреля 2016 г.

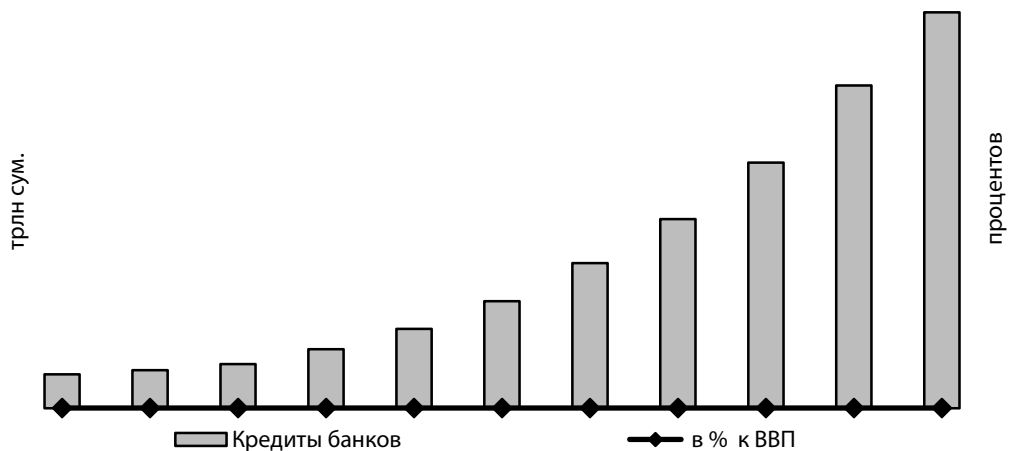
<sup>2</sup> Официальный курс узбекской национальной валюты на 1 апреля 2016 г.: 1 долл. США = 2 877 сумов.



**Рис. 1.** Динамика роста совокупного капитала коммерческих банков Узбекистана, на конец периода (источник: составлено по материалам официальных сайтов Центрального банка Республики Узбекистан ([www.Cbu.uz](http://www.Cbu.uz)); государственного комитета Республики Узбекистан по статистике ([www.stat.uz](http://www.stat.uz)))



**Рис. 2.** Динамика роста совокупных активов коммерческих банков, на конец периода (составлено по материалам официальных источников)



**Рис. 3.** Динамика роста банковских кредитов реальному сектору экономики на конец периода (составлено по материалам официальных источников)

ный сектор экономики, увеличился на 27,3 % по сравнению с 2014 г. и на начало 2016 г. составил более 42,7 трлн сумов (рис. 3).

Качественные изменения наблюдаются в структуре ресурсной базы и кредитного портфеля банков. В частности, доля внутренних

источников в кредитном портфеле банков Узбекистана увеличилась до 86 % по сравнению с 46 % в 2000 г. Кроме того, в структуре ресурсной базы банков существенно выросла доля долгосрочных внутренних депозитов и вкладов. Объемы долгосрочных депозитов

за последние 5 лет увеличились в 4,1 раза, а их доля в общем объеме депозитов выросла до 78 % против 68 % в 2010 г. и 52 % в 2000 г. Укрепление стабильности банковской системы непосредственно отразилось на ключевых показателях финансовой устойчивости банков. В частности, коэффициент адекватности капитала банков в среднем составляет 24 %, при установленном Центральным банком нормативном требовании на уровне 10 % и стандартной норме Базельского комитета на уровне 8 %<sup>1</sup>.

Достигнут высокий уровень доступности и охвата населения банковскими услугами, и постоянно повышается конкуренция на рынке банковских услуг. Так, по состоянию на 1 октября 2015 г. количество банковских учреждений на 100 тысяч взрослого населения составило 49,8 единиц. Количество банковских счетов физических лиц составило 1102 единицы на 1000 человек взрослого населения.

Одним из критериев оценки эффективности банковской системы является своевременное удовлетворение потребности реального сектора экономики в кредитных ресурсах. При этом в кредитовании экономики особое значение имеют инвестиционные кредиты, выделяемые на модернизацию, техническое и технологическое перевооружение производства, объемы которых за последние 5 лет в Узбекистане выросли в 3 раза.

Одним из основных факторов стабильного социально-экономического развития страны является малый бизнес. В частности, в настоящее время малый бизнес производит более 53 % ВВП Узбекистана, его доля в общем объеме экспорта страны составляет 27 %, а в общей численности занятого населения — 77,5 %.

В достижении вышеперечисленных показателей важную роль играет активное банковское кредитование данного сектора. Только за последние 5 лет (2011–2015 гг.) объемы кредитования малого бизнеса увеличились в 4,4 раза. Вместе с тем, доля кредитов, выделенных субъектам малого бизнеса, в общем объеме кредитования достигла 28 % против 16,9 % в 2000 г.<sup>2</sup>

Подверженность банковского сектора глобальным рискам незначительна. Зависимость узбекистанских банков от финансирования со стороны иностранных банков ограничена. Иностранное заимствование не превы-

шают 10 % обязательств банковской системы Узбекистана, которые поступают, в основном, из источников, не подверженных колебаниям на финансовых рынках, таких международных финансовых институтов, как АБР, МФК и Всемирный банк. Стабильный экономический рост и крупные вливания капиталов со стороны правительства после глобального финансового кризиса сделали банки более устойчивыми к шоковым потрясениям [2].

Благоприятная макроэкономическая среда — стабильно высокий рост ВВП, профицит госбюджета и низкий уровень госдолга — обеспечивают основу для оценки прогноза развития банковской системы на уровне «стабильный». В результате проводимой работы на сегодняшний день все коммерческие банки имеют положительные рейтинговые оценки от таких известных международных рейтинговых агентств, как Standard & Poor's, Moody's и Fitch Ratings, подтверждающих стабильность и устойчивый рост отечественных банков [1].

За последние 5 лет (2011–2015 гг.):

- совокупный капитал банковской системы Узбекистана увеличился в 2,4 раза (или ежегодно в среднем на 28,1 % против ежегодных 22,4 % за период 2000–2010 гг.);

- общие активы банков страны выросли в 3,1 раза (или ежегодно в среднем на 29,6 % против 21,8 % ежегодных за 2000–2010 гг.);

- кредитный портфель банков Узбекистана увеличился в 3,7 раза (или ежегодно в среднем на 33 % против 19 % ежегодных за 2000–2010 гг.);

- депозиты в банках выросли в 3,6 раза<sup>3</sup>.

Согласно отчету Moody's [2], банки поддерживали средний показатель доходности активов на уровне 1,5 %, а показатель рентабельности капитала — на уровне 13–15 %. Резкий рост объемов кредитования (на 30,7 % в первом полугодии 2015 г. по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года) основан на ускоренном росте объемов вкладов (на 30,2 % за сравниваемый период) и стабильном получении прибыли банками, а не на сокращении буферных капиталов в системе<sup>4</sup>.

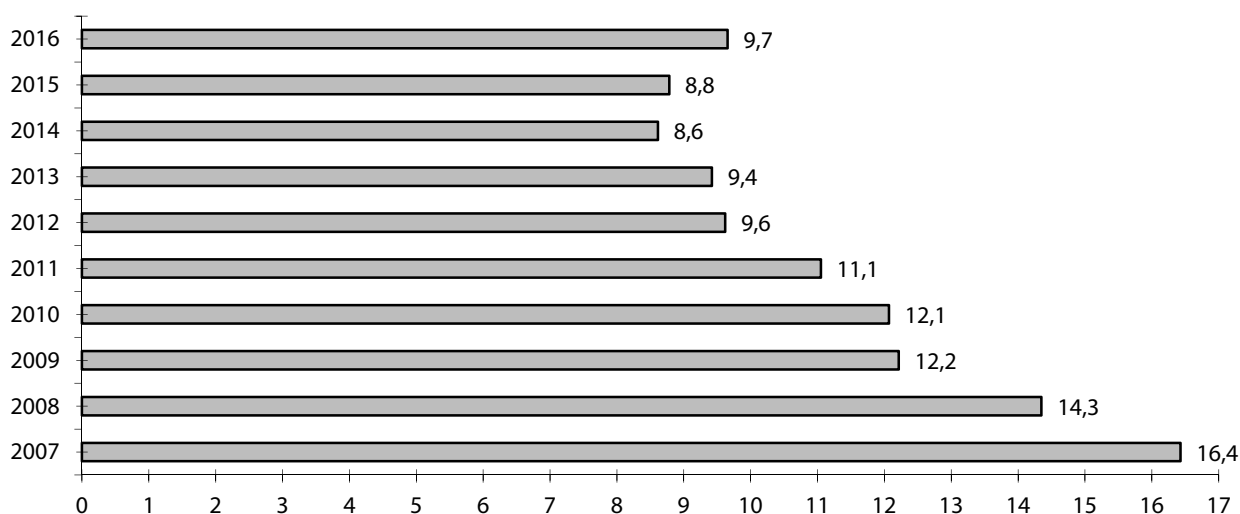
Поскольку банки в Узбекистане являются универсальными, они выступают на другом важном сегменте — фондовом рынке — и как активные эмитенты, и как инвесторы. В течение 2015 г. доля коммерческих банков в сум-

<sup>1</sup> Выступление заместителя Председателя Центрального банка Республики Узбекистан Ахадбека Хайдарова на IV международном банковском форуме в Ташкенте. См.: [http://news.uzreport.uz/news\\_5\\_r\\_137082.html](http://news.uzreport.uz/news_5_r_137082.html).

<sup>2</sup> Там же.

<sup>3</sup> Выступление заместителя Председателя Центрального банка Республики Узбекистан Ахадбека Хайдарова на IV международном банковском форуме в Ташкенте.

<sup>4</sup> Резервный (буферный) капитал: buffer stock — капитал, накопленный для стабилизации цен и предложений.



**Рис. 4.** Общий объем действующих выпусков акций по номинальной стоимости по отношению к ВВП на начало периода (Источник: составлено по материалам официальных источников: Государственного комитета Республики Узбекистан по приватизации, демонополизации и развитию конкуренции ([www.gkk.uz](http://www.gkk.uz)), Государственного комитета Республики Узбекистан по статистике (<http://www.stat.uz>); Центра по координации и развитию 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)))

марном объеме торговли фондовой биржи составила 87,8 %, или 141,4 млрд сумов. В 2015 г. по объему торгового оборота на фондовой бирже среди самых 10 активных эмитентов (топ-10) 8 составили коммерческие банки [3].

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. Современное состояние рынка ценных бумаг Узбекистана можно охарактеризовать следующими основными аспектами. Совокупная эмиссия акций превысила 16,553 трлн сумов, что составляет около 10 % к ВВП (рис. 4). В целом создана критическая масса ценных бумаг, способная функционировать как полноценный фондовый рынок.

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 постприватизационный период число акционерных обществ достигало нескольких тысяч, то сейчас это количество оптимизировалось и составляет более 700 акционерных предприятий, на которых действуют правила корпоративного управления. В этой связи важное значение имеет Указ Президента Республики Узбекистан от 24.04.2015 г. № УП-4720 «О мерах по внедрению современных методов корпоративного

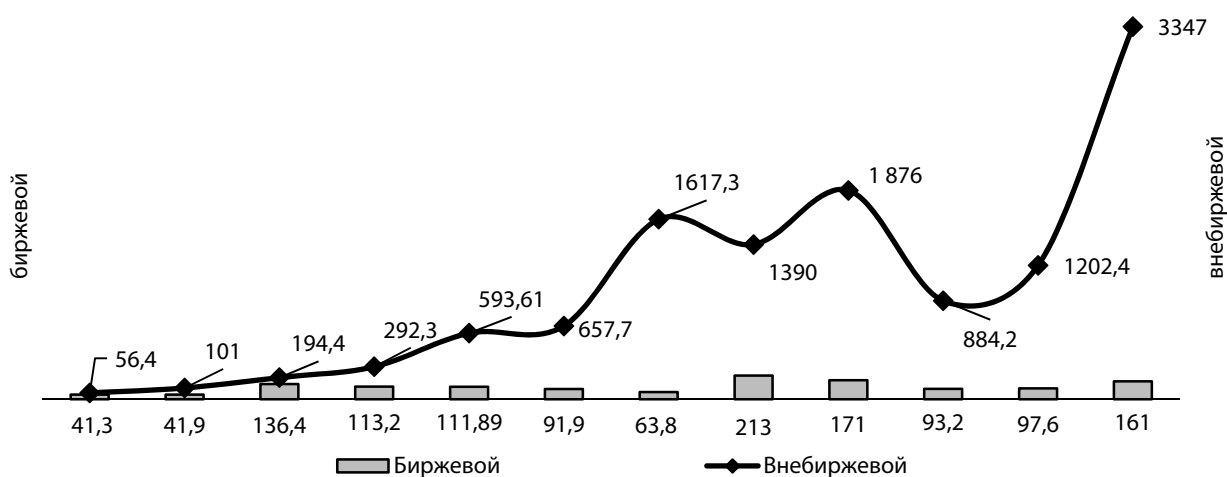
управления в акционерных обществах», которым утверждена Программа мер по коренному совершенствованию системы корпоративного управления, с разделом, направленным на дальнейшее развитие рынка ценных бумаг, особенно вторичного, укрепление его информационно-технической базы.

Рост показателей биржевого оборота обусловлен рядом решений регулирующих органов, стимулирующих развитие организованного фондового рынка в республике (рис. 5).

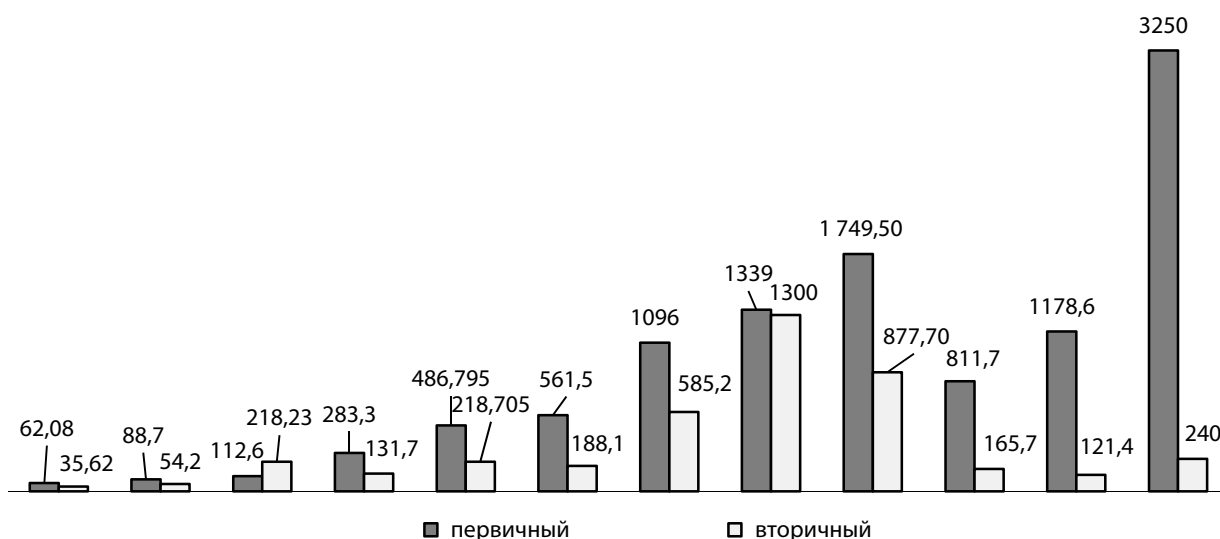
Еще одним параметром рынка ценных бумаг, изменение которого необходимо для того, чтобы он стал механизмом, способным обеспечить увеличение объема инвестиций и повышение их эффективности, является доля первичного рынка. Именно объем первичного рынка, основанный на достаточной емкости всего рынка ценных бумаг, является непосредственным фактором, определяющим объем инвестиций, привлекаемых на рынке, и в перспективе — темпы и устойчивость экономического роста. Вместе с тем объемы вторичного рынка позволяют судить о ликвидности торгуемых ценных бумаг. За последние несколько лет объемы первичного рынка значительно превышают вторичный. Это связано в первую очередь с тем, что акционерные предприятия стали активно заимствовать на фондовом рынке (рис. 6).

Как показывает зарубежный опыт, важное место в структуре внешних источников финансирования корпораций занимают эмиссии облигаций. В современных развитых странах





**Рис. 5.** Соотношение биржевого и внебиржевого оборота рынка ценных бумаг, за период, млрд сумов (составлено по материалам официальных источников)



**Рис. 6.** Соотношение первичного и вторичного рынка ценных бумаг за период, млрд сумов

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 в Узбекистане как на перспективный источник дополнительных инвестиционных ресурсов для реального сектора экономики. По состоянию на 1 января 2016 г., в обращении находится 43 выпуска корпоративных облигаций на общую сумму 301,5 млрд сумов.

Хотя совокупный объем средств, привлеченных на фондовый рынок с помощью публичного размещения корпоративных ценных бумаг, значительно вырос, в сравнении с валовым объемом инвестиций в основной капитал эффективность фондового рынка Узбекистана пока невелика. Вместе с этим сегодня появи-

лись благоприятные предпосылки для изменения сложившейся ситуации в лучшую сторону. Об этом свидетельствует и внимание к нормативно-законодательной основе развития данного рынка. Так, 3 июня 2015 г. Президентом Республики Узбекистан был подписан Закон «О рынке ценных бумаг» (в новой редакции), а 25 августа 2015 г. подписан Закон «Об инвестиционных и паевых фондах».

Итак, по абсолютным показателям стабильный рост демонстрирует, прежде всего, банковская система Узбекистана, на рынке ценных бумаг также наблюдаются очевидные положительные тенденции.

Реформы финансового сектора имеют важное значение для обеспечения устойчивого экономического роста. В случае Узбекистана основные направления реформирования включают в себя такие системные меры, как смягчение ограничений на денежные средства

и операции с иностранной валютой, постепенный отказ от практики целевого кредитования. Далее идут такие тактические меры: улучшение системы надзора, управление рисками, совершенствование кредитной инфраструктуры, кредитных информационных систем, а также деятельности небанковских финансовых учреждений. Финансовые институты должны обеспечивать эффективное посредничество и оказывать поддержку экономической деятельности. Однако здесь приходится решать двуединую задачу — сочетание либерализации и стабильности. При всех реформах финансового сектора необходимо обезопасить финансовые институты от негативного влияния в случае серьезных экономических потрясений. В частности, ограничительные требования к кредитованию банков (требование 120-процентного обеспечения), с одной стороны, затрудняют расширение доступа к финансированию для микро- и малых предприятий, на которые приходится около 60 % ВВП, однако, с другой стороны, несомненно служат стабильности и устойчивости самих банков. С точки зрения развития также имеют перспективы такие сектора финансового рынка Узбекистана, как микрофинансирование, страхование и лизинг.

При условии проведения необходимых мероприятий в целях эффективного развития банковской системы и рынка ценных бумаг станет возможным производительное использование их инвестиционного потенциала в целях инновационного развития экономики.

### Выводы

— По мере развития стран рост стимулирующих эффектов развития банковского сек-

тора уменьшается, а положительные эффекты рынков капитала становятся все более важными.

— Что касается отдельных фирм, то на ранних стадиях развития банковские кредиты, как правило, доминируют. Для зрелых же фирм внешние средства, привлеченные через облигации и акции на фондовых рынках, становятся все более важными.

— В то время как рыночные системы помогают облегчить спады после финансовых кризисов, банковские системы более эффективны в сглаживании влияния «обычных» колебаний делового цикла.

— Банковская система Узбекистана, а также рынок ценных бумаг, демонстрируют очевидные положительные тенденции, хотя потенциал последнего только начинает реализовываться.

— Реформы финансового сектора имеют важное значение для обеспечения устойчивого экономического роста. Однако здесь приходится решать двуединую задачу — сочетание либерализации и стабильности. При всех реформах финансового сектора необходимо обезопасить финансовые институты от негативного влияния нестабильной внешней среды.

— Обязательной предпосылкой стабильного развития национальной финансовой системы является ее сбалансированность. Определить возможные параметры сбалансированности финансового сектора, а также факторы, способствующие ее достижению, в прогнозируемом периоде возможно на основе использования прогнозных балансов секторов и финансовых инструментов.

### Список источников

1. Банковская система: стабильность способствует макроэкономическому росту [Electronic resource]. URL: <http://www.cbu.uz/ru/node/47080>
2. Позитивные настроения какциям коммерческих банков сохранились на весь год, 26 января 2016 [Электронный ресурс]. URL: <http://www.cbu.uz/ru/node/47124>.
3. Партнерство Группы Всемирного банка и Узбекистана: Краткий обзор программы в Узбекистане [Электронный ресурс]. URL: <http://pubdocs.worldbank.org/pubdocs/publicdoc/2015/11/274951447089454595/Uzbekistan-Snapshot-ru.pdf>.
4. Afonso A., Furceri D. Business Cycle Synchronization and Insurance Mechanisms in the EU // ECB Working Paper. — December 2007. — No 844.
5. Aurélien Leroy Credit Procyclicality and Financial Structures in EU University of Orleans // Laboratoire d'économie d'Orléans. — March 22, 2015 [Electronic resource]. URL: <http://ssrn.com/abstract=2568112>
6. Balli F. S.; Kalemlı-Ozcan S.; Sørensen B. E. Risk Sharing Through Capital Gains // Canadian Journal of Economics. — 2012. — Vol. 45(2). — P. 472–492.
7. Dr. Jens Weidmann President of the Deutsche Bundesbank (2015). Of credit and capital — what is needed for an efficient and resilient financial system? IIF Europe Summit [Electronic resource]. URL: [http://www.bundesbank.de/Redaktion/EN/Reden/2015/2015\\_06\\_25\\_weidmann.html](http://www.bundesbank.de/Redaktion/EN/Reden/2015/2015_06_25_weidmann.html)
8. Gambacorta L., Yang J., Tsatsaronis K. Financial Structure and Growth // BIS Quarterly Review. — March 2014. — P. 21–35.