FINANCIAL AND ECONOMIC SUSTAINABILITY

РАЗВИТИЕ РЫНКА ОБЛИГАЦИЙ В ФИНАНСИРОВАНИИ КОРПОРАТИВНОГО СЕКТОРА УЗБЕКИСТАНА

https://doi.org/10.5281/zenodo.21215125

Журабек Собиров
Независимый исследователь, директор ООО "Freedom Finance".
Email: jurabek.sobirov@gmail.com

Аннотация: В статье рассматривается роль рынка облигаций в оптимизации финансирования корпоративного сектора Узбекистана. Обосновано значение корпоративных облигаций как альтернативного источника привлечения капитала, снижающего зависимость предприятий от банковского кредитования. Особое внимание уделено институциональным условиям, преимуществам и проблемам развития облигационного рынка, а также предложены направления его дальнейшего совершенствования.

Ключевые слова: корпоративные облигации, рынок капитала, корпоративное финансирование, долговые инструменты, инвестиции, фондовый рынок

В современных условиях развитие корпоративного сектора Узбекистана требует перехода от преимущественно банковской модели финансирования к более диверсифицированной системе привлечения капитала. Экономический рост, расширение инвестиционных проектов, модернизация производственных мощностей, цифровизация бизнеса и развитие частного предпринимательства усиливают потребность предприятий в средне- и долгосрочных финансовых ресурсах. При этом традиционные банковские кредиты, несмотря на их значимость, не всегда обеспечивают оптимальные условия финансирования с точки зрения сроков, стоимости капитала, гибкости обслуживания долга и распределения финансовых рисков.

Согласно данным Всемирного банка, в 2025 году реальный ВВП Узбекистана вырос на 7,7%, что свидетельствует о сохранении высокой экономической динамики и расширении инвестиционной активности. Одновременно Всемирный банк отмечает, что для устойчивого роста стране необходимо снижать доминирование государства в экономике, развивать частный сектор и улучшать деловую и инвестиционную среду. В этих

условиях рынок корпоративных облигаций может стать одним из наиболее важных механизмов мобилизации внутренних сбережений и направления их в производственные, инфраструктурные, инновационные и экспортно ориентированные проекты [1].

Актуальность темы усиливается тем, что в Узбекистане малые и средние предприятия составляют более 90% бизнеса, обеспечивают около 75% занятости и примерно 55% ВВП, однако значительная часть предприятий продолжает сталкиваться с ограниченным доступом к капиталу. По данным Всемирного банка, только 10% малых и 16% средних предприятий сообщали о доступе к кредитам, а общий дефицит финансирования МСП оценивался в 6 млрд долларов США. Хотя корпоративные облигации в большей степени доступны средним и крупным компаниям, развитие данного сегмента способно высвободить банковские ресурсы для малого бизнеса, расширить альтернативные финансовые каналы и усилить конкуренцию между источниками капитала [2].

Корпоративная облигация представляет собой долговую ценную бумагу, посредством которой предприятие привлекает заемный капитал у широкого круга инвесторов на определенный срок и обязуется выплачивать процентный доход в форме купона, а также погасить номинальную стоимость облигации в установленный срок. В отличие от банковского кредита, облигационное финансирование предполагает более рыночный механизм определения стоимости капитала, возможность привлечения средств от различных категорий инвесторов и гибкость в структурировании параметров выпуска.

С теоретической точки зрения рынок облигаций выполняет несколько взаимосвязанных функций. Во-первых, он обеспечивает трансформацию сбережений населения, институциональных инвесторов и финансовых организаций в инвестиционные ресурсы корпоративного сектора. Во-вторых, он способствует диверсификации источников финансирования предприятий и снижает их зависимость от банковской системы. В-третьих, облигационный рынок формирует рыночную кривую доходности корпоративного долга, что повышает прозрачность оценки кредитного риска. В-четвертых, он усиливает дисциплину корпоративного управления, поскольку выход на публичный долговой рынок требует раскрытия информации, аудита, оценки финансового состояния и доверия инвесторов.

Для корпоративного сектора Узбекистана развитие рынка облигаций имеет особое значение, поскольку предприятия нуждаются не только в краткосрочном оборотном капитале, но и в долгосрочных ресурсах для модернизации, технологического обновления, расширения производства и реализации инфраструктурных проектов. Банковский кредит часто ограничен требованиями к залогу, сроками кредитования и стоимостью фондирования, тогда как облигации позволяют формировать более гибкую структуру долга, привлекать средства на рыночных условиях и повышать финансовую самостоятельность эмитентов.

В последние годы в Узбекистане сформированы важные нормативно-институциональные предпосылки для развития рынка корпоративных

облигаций. В Указе Президента Республики Узбекистан от 13 апреля 2021 года «О мерах по дальнейшему развитию рынка капитала» одной из ключевых задач было определено создание эффективного альтернативного механизма финансирования по отношению к банковскому кредитованию, повышение доступности рынка капитала для инвесторов и увеличение доли проектов, финансируемых путем выпуска ценных бумаг. Данный подход отражает переход от банковско-центричной модели финансирования к более сбалансированной финансовой архитектуре [3].

Дополнительный импульс развитию рынка долговых инструментов был задан Указом Президента от 18 декабря 2025 года о мерах по улучшению инвестиционной среды на рынке капитала. Документ предусматривает привлечение к 2030 году дополнительных инвестиций на фондовый рынок в размере 1 млрд долларов США, в том числе за счет выпуска корпоративных облигаций на сумму 5 трлн сумов, а также повышение уровня обязательного раскрытия финансовой отчетности, корпоративных действий и существенных фактов до 95%. Это свидетельствует о том, что развитие корпоративных облигаций рассматривается не как узкий финансовый инструмент, а как системный элемент углубления рынка капитала.

Правовые основы выпуска биржевых облигаций закреплены в Законе Республики Узбекистан «О рынке ценных бумаг». В частности, установлено, что эмиссия биржевых облигаций осуществляется без государственной регистрации, но в порядке, определяемом фондовой биржей по согласованию с уполномоченным органом; срок погашения биржевых облигаций не должен превышать одного года, а их размещение и обращение осуществляются через фондовые биржи. Указанная норма имеет важное значение для ускорения процедур привлечения краткосрочного рыночного финансирования и снижения административных барьеров для добросовестных эмитентов.

Регламенты Республиканской фондовой биржи «Тошкент» предусматривают включение в котировальный список корпоративных, инфраструктурных, устойчивых, биржевых облигаций, депозитных сертификатов и облигаций международных финансовых организаций. Кроме того, правила листинга предусматривают оценку финансово-экономических показателей эмитента, ликвидности ценных бумаг и соблюдения требований раскрытия информации. Следовательно, биржевая инфраструктура постепенно адаптируется к расширению спектра долговых инструментов и формированию более зрелого рынка облигаций.

Анализ последних размещений на Республиканской фондовой бирже «Тошкент» показывает, что рынок корпоративных облигаций постепенно выходит за рамки единичных выпусков и начинает использоваться компаниями различных секторов как реальный источник привлечения капитала. Например, в октябре 2025 года на биржу были включены корпоративные облигации MFO Delta LLC общим объемом 20 млрд сумов с купонной ставкой 26% годовых и сроком обращения 720 дней. В ноябре 2025 года были размещены облигации MAKESENSE FE LLC, связанной с финансовыми сервисами под брендом UZUM NASIYA, объемом 400 млрд

сумов с купонной ставкой 24% годовых. В декабре 2025 года были включены корпоративные облигации JSC UzMRC объемом 200 млрд сумов с доходностью 17,5% годовых и сроком обращения 1 825 дней [5].

Эти примеры показывают, что корпоративные облигации в Узбекистане начинают применяться не только как имиджевый инструмент публичного финансирования, но и как практический механизм привлечения значительных ресурсов. При этом заметная доля эмитентов связана с финансовым сектором и микрофинансовыми организациями, что отражает раннюю стадию развития рынка, когда наиболее активными заемщиками становятся компании, хорошо знакомые с управлением процентным риском, кредитным портфелем и инвесторскими ожиданиями.

Макроэкономическая среда одновременно создает как возможности, так и ограничения для развития рынка облигаций. С одной стороны, высокий экономический рост, расширение инвестиционного спроса и реформы рынка капитала усиливают потребность в рыночных долговых инструментах. С другой стороны, жесткие денежно-кредитные условия повышают стоимость заемного капитала. Центральный банк Республики Узбекистан 17 июня 2026 года сохранил основную ставку на уровне 14% годовых, указав на необходимость поддержания жестких денежно-кредитных условий в связи с инфляционными рисками, сильным внутренним спросом и внешней неопределенностью. Поэтому развитие рынка облигаций должно сопровождаться не только ростом числа выпусков, но и повышением качества эмитентов, развитием кредитных рейтингов, улучшением раскрытия информации и формированием доверия инвесторов.

Таблица 1. Сравнительная характеристика источников финансирования корпоративного сектора Узбекистана

Критерий	Банковский кредит	Корпоративные облигации
Источник капитала	Банк или группа банков	Широкий круг инвесторов, включая физических лиц, институциональных инвесторов и профессиональных участников рынка
Срок финансирования	Часто зависит от кредитной политики банка и обеспечения	Может быть структурирован в зависимости от инвестиционного проекта и рыночного спроса
Стоимость капитала	Определяется банком с учетом кредитного риска, залога и стоимости фондирования	Формируется рыночным спросом, кредитным качеством эмитента и параметрами выпуска
Требования к заемщику	Финансовая отчетность, залог, кредитная история	Финансовая прозрачность, проспект эмиссии, раскрытие информации, доверие инвесторов
Влияние на финансовую устойчивость	Может усиливать зависимость от банковского сектора	Диверсифицирует структуру обязательств и расширяет финансовую автономию предприятия
Роль в развитии рынка капитала	Косвенная	Прямая, через повышение ликвидности, инвестиционной активности и рыночной оценки кредитного риска

Оптимизация финансирования корпоративного сектора предполагает выбор такой структуры капитала, при которой предприятие способно минимизировать средневзвешенную стоимость капитала, обеспечить приемлемый уровень финансового риска и сохранить достаточную гибкость для инвестиционного развития. В этом контексте облигации выполняют несколько ключевых функций.

Во-первых, облигации позволяют диверсифицировать источники финансирования. Если предприятие зависит исключительно от банковских кредитов, оно становится чувствительным к изменению кредитной политики банков, требованиям к залогу и условиям рефинансирования. Размещение облигаций позволяет распределить долговую нагрузку между большим числом инвесторов и снизить концентрацию финансовых рисков.

Во-вторых, облигации способствуют удлинению сроков финансирования. Для крупных инвестиционных проектов особенно важны ресурсы, срок погашения которых соответствует периоду окупаемости проекта. Если долгосрочные проекты финансируются краткосрочными кредитами, возникает риск ликвидности и постоянной зависимости от рефинансирования. Облигации, особенно средне- и долгосрочные, позволяют лучше согласовать сроки активов и обязательств предприятия.

В-третьих, развитие рынка корпоративных облигаций формирует рыночные ориентиры стоимости капитала. Если на рынке присутствуют выпуски компаний с различным уровнем кредитного риска, отраслевой принадлежности и сроками обращения, инвесторы получают возможность оценивать премию за риск, а эмитенты могут более точно определять стоимость привлечения средств. Это повышает прозрачность корпоративного финансирования и способствует более рациональному распределению капитала в экономике.

В-четвертых, выпуск облигаций усиливает корпоративную дисциплину. Для выхода на публичный долговой рынок предприятие должно раскрывать финансовую информацию, соблюдать требования биржи, поддерживать деловую репутацию и выполнять обязательства перед инвесторами. Следовательно, рынок облигаций не только предоставляет капитал, но и стимулирует улучшение корпоративного управления.

Развитие рынка облигаций является одним из ключевых направлений оптимизации финансирования корпоративного сектора Узбекистана. В условиях высокой инвестиционной потребности, ускоренной модернизации экономики и необходимости расширения частного сектора корпоративные облигации способны стать эффективной альтернативой банковскому кредитованию и важным источником долгосрочного капитала.

Проведенный анализ показывает, что в Узбекистане уже сформированы значимые институциональные предпосылки для развития облигационного рынка: совершенствуется нормативно-правовая база, расширяется перечень долговых инструментов, развивается биржевая инфраструктура, появляются новые эмитенты и усиливается государственная политика по повышению прозрачности рынка капитала. Вместе с тем дальнейшее развитие данного

сегмента требует решения системных задач, связанных с ликвидностью вторичного рынка, качеством раскрытия информации, развитием кредитных рейтингов, расширением институциональной инвесторской базы и снижением информационной асимметрии.

Научно-практическая значимость развития рынка корпоративных облигаций заключается в том, что он позволяет не только привлекать дополнительные ресурсы для предприятий, но и повышать эффективность распределения капитала в экономике, укреплять финансовую дисциплину эмитентов, формировать рыночные ориентиры стоимости долга и усиливать устойчивость национальной финансовой системы. Поэтому развитие облигационного рынка должно рассматриваться как стратегический инструмент модернизации корпоративного финансирования и углубления рынка капитала Узбекистана.

Список использованной литературы:

1. О рынке ценных бумаг: Закон Республики Узбекистан от 22 июля 2008 г. № ЗРУ-163 // Национальная база данных законодательства Республики Узбекистан. URL: https://lex.uz/ru/docs/2662541 (дата обращения: 06.07.2026).
2. О мерах по дальнейшему развитию рынка капитала: Указ Президента Республики Узбекистан от 13 апреля 2021 г. № УП-6207 // Национальная база данных законодательства Республики Узбекистан. URL: https://lex.uz/ru/doc-passport/5371145 (дата обращения: 06.07.2026).
3. О дополнительных мерах по улучшению инвестиционного климата на рынке капитала: Указ Президента Республики Узбекистан от 18 декабря 2025 г. № УП-254 // Национальная база данных законодательства Республики Узбекистан. URL: https://lex.uz/ru/docs/7938658 (дата обращения: 06.07.2026).
4. Правление Центрального банка на заседании 17 июня 2026 года приняло решение сохранить основную ставку без изменений на уровне 14% годовых // Центральный банк Республики Узбекистан: официальный сайт. URL: https://cbu.uz/ru/monetary-policy/publications/press-releases/3997763/ (дата обращения: 06.07.2026).
5. Regulations on the Exchange Quotation List of the Republican Stock Exchange “Toshkent” // Republican Stock Exchange “Toshkent”: official website. URL: https://uzse.uz/legislations/441?locale=en (дата обращения: 06.07.2026).
6. Bonds available at stock exchange trading // Republican Stock Exchange “Toshkent”: official website. URL: https://uzse.uz/abouts/bonds?locale=en (дата обращения: 06.07.2026).
7. The next issue of corporate bonds by JSC “ANOR BANK” has been included in the Stock Exchange Quotation List // Republican Stock Exchange “Toshkent”: official website. 2026. URL: https://uzse.uz/boards/4226?locale=en (дата обращения: 06.07.2026).
8. The next issue of corporate bonds by “HAMROH MMT” LLC has been included in the Stock Exchange Quotation List // Republican Stock Exchange

“Toshkent”: official website. 2026. URL: https://uzse.uz/boards/4272?locale=en (дата обращения: 06.07.2026).

9. Uzbekistan Country Economic Memorandum: Fostering Private Sector-Led Growth and Global Integration // World Bank Open Knowledge Repository. 2025. URL: https://openknowledge.worldbank.org/entities/publication/2c3adf3e-f349-46a3-b2ea-c44165d9201b (дата обращения: 06.07.2026).

10. Improved Access to Finance to Help 7,000 Businesses in Uzbekistan Grow and Create Jobs // World Bank: official website. 2025. URL: https://www.worldbank.org/en/news/press-release/2025/12/15/improved-access-to-finance-to-help-7000-businesses-in-uzbekistan-grow-and-create-jobs (дата обращения: 06.07.2026).

11. Investment platforms procedure approved under the special legal regime // National Agency of Perspective Projects of the Republic of Uzbekistan: official website. URL: https://napp.uz/en/news/investitsiya-platformalari-faoliyatini-amalga-oshirish-tartibi-tasdiqlandi (дата обращения: 06.07.2026).

12. Regulations on the issuance and state registration of bonds denominated in national currency by international financial institutions // National Agency of Perspective Projects of the Republic of Uzbekistan: official website. URL: https://napp.uz/en/news/xmi-tomonidan-milliy-valyutada-nominallashtirilgan-obligatsiyalarni-chiqarish-va-davlat-ro-yxatidan-o-tkazish-to-g-risidagi-nizom-ro-yxatdan-o-tkazildi (дата обращения: 06.07.2026).