



РАЗВИТИЕ РЫНКА КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ В УЗБЕКИСТАНЕ

Дилишода Алекперова

Инспектор, Globemarkets LLL

ORCID: 0009-0002-5187-0367

E-mail: Kadishaalekberova@gmail.com

Аннотация: В данном исследовании рассматриваются процесс формирования и текущее состояние рынка корпоративных облигаций в Узбекистане за период 2021–2023 годов. Анализируются такие показатели, как количество эмитентов, число выпусков облигаций, объемы торгов, рыночная капитализация, институциональная среда, а также ключевые факторы, сдерживающие развитие рынка. Информационную базу исследования составили официальные статистические данные и пресс-релизы Республиканской фондовой биржи «Тошкент», законодательные и нормативные акты государственных органов, а также материалы по техническому содействию, подготовленные Международным валютным фондом и Всемирным банком. Результаты исследования свидетельствуют о значительном росте рынка корпоративных облигаций в Узбекистане за последние годы. Если в конце 2021 года в обращении находилось 5 инструментов, выпущенных 5 эмитентами, то к концу июня 2025 года их число возросло до 17 (выпущенных 10 эмитентами). Объем сделок на рынке корпоративных облигаций увеличился до 381 млрд сумов в 2024 году и до 1,7 трлн сумов в 2025 году. Кроме того, в первом полугодии 2026 года были осуществлены выпуски корпоративных облигаций на сумму 7 трлн сумов. Тем не менее, с учетом масштабов национальной экономики, данный рынок остается недостаточно развитым. Основными факторами, помимо низкой абсолютной рыночной капитализации по отношению к ВВП, являются низкая ликвидность вторичного рынка,



относительно небольшое число институциональных и иных инвесторов, а также ориентация на ограниченный круг эмитентов и инвесторов. Исследование показывает, что процессы выпуска и торговли корпоративными облигациями стали более регулярными, а дальнейшее развитие рынка возможно за счет повышения ликвидности, привлечения более широкого круга инвесторов, а также формирования эффективной институциональной базы и обеспечения регуляторной стабильности.

Ключевые слова: корпоративные облигации; рынок капитала; рынок ценных бумаг; рынок облигаций; Узбекистан; фондовая биржа; развитие рынка; финансовый рынок; институциональные инвесторы; ликвидность рынка.

DEVELOPMENT OF THE CORPORATE BOND MARKET IN UZBEKISTAN

Alekperova Dilshoda

Inspector, Globemarkets LLL

ORCID: 0009-0002-5187-0367

E-mail: Kadishaalekberova@gmail.com

Abstract: This study examines the formation process and current state of the corporate bond market in Uzbekistan during the 2021–2023 period. It analyzes indicators such as the number of issuers, the number of bond issues, trading volumes, market capitalization, and the institutional environment, as well as key factors constraining market development. The study draws on official statistical data and press releases from the Republican Stock Exchange "Toshkent," legislative and regulatory acts from government bodies, and technical assistance materials prepared by the International Monetary Fund and the World Bank. The findings indicate significant growth in Uzbekistan's corporate bond market in recent years. While five instruments issued by five

issuers were in circulation at the end of 2021, this figure rose to 17 (issued by 10 issuers) by the end of June 2025. Trading volume in the corporate bond market increased to 381 billion soums in 2024 and to 1.7 trillion soums in 2025. Furthermore, corporate bonds totaling 7 trillion soums were issued in the first half of 2026. Nevertheless, given the scale of the national economy, the market remains underdeveloped. Key factors—beyond low absolute market capitalization relative to GDP—include low secondary market liquidity, a relatively small number of institutional and other investors, and a reliance on a limited circle of issuers and investors. Research indicates that the processes of corporate bond issuance and trading have become more regular, and further market development is possible through increased liquidity, the attraction of a broader range of investors, the establishment of an effective institutional framework, and the assurance of regulatory stability.

Keywords: corporate bonds; capital market; securities market; bond market; Uzbekistan; stock exchange; market development; financial market; institutional investors; market liquidity.

Введение: Развитие эффективно функционирующего рынка капитала является важным элементом современной финансовой системы. Рынки капитала предоставляют компаниям возможность находить новые источники финансирования, а инвесторам — различные способы размещения средств. В этой системе рынок корпоративных облигаций выполняет особую функцию: он связывает компании, нуждающиеся в заемных средствах, с инвесторами, заинтересованными в приобретении инструментов с фиксированным доходом. Развитие рынка корпоративных облигаций может быть особенно актуальным для стран с развивающейся экономикой, поскольку оно помогает снизить высокую зависимость от банковского финансирования и расширить возможности привлечения внутреннего и внешнего капитала. В то же время

эффективность рынка облигаций определяется не только этими критериями: необходима соответствующая законодательная база для его формирования и рост объемов выпускаемых облигаций. Диверсифицированный состав эмитентов и инвесторов, информационная прозрачность, рыночная инфраструктура, механизмы ценообразования и достаточная ликвидность вторичного рынка также являются неотъемлемыми составляющими устойчивого развития. В настоящее время страна проводит институциональные и регуляторные преобразования, направленные на развитие рынка капитала и диверсификацию его инструментов для более полного удовлетворения рыночного спроса. Эти реформы создают необходимые условия для постепенной эволюции инструментов корпоративного долга и роста рыночного финансирования в экономике. Однако, что более важно, следует понимать, что становление рынка корпоративных облигаций — это процесс долгосрочного развития, требующий как количественных, так и качественных изменений, включая стимулирование рыночных механизмов и укрепление институционального потенциала. Взаимосвязь между ростом рынка корпоративных облигаций и структурными факторами устойчивого экономического роста представляет собой важный предмет исследования. Активность на рынке растет, увеличивается число эмитентов и видов облигационных инструментов, однако это не означает, что они обладают достаточной ликвидностью, пользуются повсеместным спросом у инвесторов или характеризуются эффективным ценообразованием. Это означает, что при оценке рынка необходимо учитывать динамику его развития, а также институциональные условия, в которых он функционирует. Актуальность данного исследования обусловлена необходимостью изучения текущего процесса формирования рынка корпоративных облигаций в Узбекистане и основных факторов, влияющих на его развитие. Особое внимание

уделяется расширению рынка, изменениям в институциональной и нормативно-правовой среде, динамике ликвидности, а также составу инвесторов. Цель данного исследования — изучить эволюцию и структуру рынка корпоративных облигаций в Узбекистане, а также выявить ключевые проблемы, сдерживающие его рост. Для достижения этой цели решаются следующие задачи: анализ эволюции рынка корпоративных облигаций; анализ институциональных и регуляторных изменений; выявление факторов, ограничивающих ликвидность рынка и активность его участников; определение направлений, способствующих дальнейшему развитию рынка. Исследование внесет вклад в текущую дискуссию, анализируя развитие рынка корпоративных облигаций Узбекистана не только с точки зрения роста как такового, но и с учетом динамики количественных показателей и институциональных условий. Такой подход позволит разграничить рост рыночной активности и формирование базовых структурных характеристик, необходимых для создания устойчивого и эффективного рынка корпоративных облигаций.

Развитие рынка корпоративных облигаций в Узбекистане

В организации торгов корпоративными облигациями доминируют торговые площадки Республиканской фондовой биржи «Тошкент». В правилах биржи для рынка корпоративных облигаций выделен отдельный сегмент торгов, а результаты торгов оформляются как отдельное приложение к этим правилам (Республиканская фондовая биржа «Тошкент», 2025a). Процедура допуска долговых инструментов к биржевым торгам регламентируется отдельным документом биржи — «Порядком регистрации размещения и обращения биржевых облигаций» Республиканской фондовой биржи «Тошкент» (2026b). На начальном этапе развития рынок характеризовался крайне ограниченным набором доступных инструментов. В конце 2021 года на долгом рынке

Республиканской фондовой биржи «Тошкент» осуществлялись торги пятью ценными бумагами (с участием пяти маркет-мейкеров) (Республиканская фондовая биржа «Тошкент», 2022). В декабре 2021 года на торговой площадке «Nego Board», созданной Республиканской фондовой биржей «Тошкент», впервые были размещены корпоративные облигации АО «O‘zmetkombinat» (2022). К середине 2025 года количество доступных для инвестирования инструментов значительно возросло. Данные о количестве выпусков облигаций различных эмитентов по состоянию на 30 июня 2025 года, а также о числе серий корпоративных облигаций, допущенных к торгам в первом полугодии 2025 года, представлены на бирже (Республиканская фондовая биржа «Тошкент», 2025b). Таким образом, в период 2021–2025 годов наблюдался рост активности участников рынка, выражающийся в увеличении числа эмитентов и выпусков облигаций.

Динамика рынка и ключевые показатели

С 2024 года, согласно количественным показателям, на рынке биржевых корпоративных облигаций наметилось ускорение роста. Объем торгов корпоративными облигациями на Республиканской фондовой бирже «Тошкент» в 2024 году превысил показатель 2023 года на 313,3% (составив 288,8 млрд сумов). Средний объем торгов составил 1,5 млрд сумов при среднем показателе в 13 сделок в день (Республиканская фондовая биржа «Тошкент», 2025c). В то же время показатели объема долговых инструментов по отношению к экономике оставались низкими. Рыночная стоимость облигаций, включенных в котировальные списки бирж, к концу 2024 года достигла 817,6 млрд сумов, что составило 0,1% от объема валового внутреннего продукта (Республиканская фондовая биржа «Тошкент», 2025c). Общий объем биржевых торгов всеми видами ценных бумаг в 2024 году составил 21,95 трлн сумов; при этом доля



корпоративных облигаций в общем объеме биржевых торгов составила менее 2% (Республиканская фондовая биржа «Тошкент», 2025с). Рост продолжился и в 2025 году. В первом полугодии 2025 года стоимость допущенных к торгам долговых ценных бумаг достигла 1,497 трлн сумов, а общий объем биржевых торгов вырос до 12 трлн сумов (Республиканская фондовая биржа «Тошкент», 2025b). Согласно данным Республиканской фондовой биржи «Тошкент» (2026с), по итогам 2025 года объем торгов корпоративными облигациями вырос более чем в 4,5 раза по сравнению с 2024 годом, достигнув 1,7 трлн сумов. В 2026 году сегмент первичного рынка продолжил расширяться: только за первое полугодие 2026 года общий объем выпуска корпоративных облигаций достиг 7 трлн сумов (Национальное агентство перспективных проектов, 2026). Таким образом, в период 2024–2026 годов на рынке произошел переход от единичных размещений к регулярным выпускам, а объемы эмиссии превысили показатели оборота на вторичном рынке, наблюдавшиеся в предыдущие годы.

Институциональные и регуляторные изменения

Правовая база выпуска и обращения корпоративных облигаций закреплена в Законе Республики Узбекистан «О рынке ценных бумаг», который регламентирует условия эмиссии, государственную регистрацию выпусков и порядок раскрытия информации эмитентом (Закон Республики Узбекистан от 2015 г.). В результате реорганизации системы государственного управления в 2019 году на базе Государственного комитета по содействию приватизированным предприятиям и развитию конкуренции было создано Агентство по развитию рынка капитала. Агентство было наделено полномочиями по регулированию рынка ценных бумаг и надзору за деятельностью организаций, осуществляющих торговлю ценными бумагами, а также

Центрального депозитария ценных бумаг (Указ Президента Республики Узбекистан, 2019 г.). Следующий этап институциональных преобразований был связан с Указом Президента № УП-6207 от 13 апреля 2021 года «О мерах по дальнейшему развитию рынка капитала», утвердившим программу развития рынка капитала на 2021–2023 годы. В то же время постановлением Президента № ПП-5073 от 13 апреля 2021 года Агентство по развитию рынка капитала было упразднено, а его задачи, функции и полномочия были переданы Министерству финансов. В центральном аппарате Министерства финансов было создано подразделение, отвечающее за развитие рынка капитала, с предельной численностью персонала 54 штатные единицы (Постановление Президента Республики Узбекистан, 2021 г.). С 2023 года функции регулирования рынка капитала были возложены на Национальное агентство перспективных проектов. Этим же нормативно-правовым актом, вступившим в силу 4 сентября 2023 года, АО «Центральный депозитарий ценных бумаг», АО «Узбекская республиканская валютная биржа» и АО «Республиканская фондовая биржа "Тошкент"» были освобождены от начисления и выплаты дивидендов до 31 декабря 2028 года с направлением высвобождаемых средств на собственное развитие (Национальная база данных законодательства Республики Узбекистан, 2023 г.). Одной из наиболее характерных черт институциональной структуры рыночных компонентов в рассматриваемый период была смена типов рыночных регуляторов: от специализированного ведомства к профильному министерству, а затем — к Национальному агентству перспективных проектов.

Ключевые тенденции и проблемы развития

Первая отмеченная тенденция заключается в том, что сегмент долговых инструментов, с одной стороны, растет быстрее рынка ценных



бумаг в целом, а с другой — характеризуется низкой глубиной. Многократный рост объемов торгов в 2024 и 2025 годах (Республиканская фондовая биржа «Тошкент», 2025с; 2026с) сопровождался показателем капитализации листингованных облигаций на уровне 0,1% от ВВП по итогам 2024 года (Республиканская фондовая биржа «Тошкент», 2025с; 2026с). Вторая тенденция — увеличение количества финансовых инструментов, выпускаемых различными эмитентами: от 5 инструментов (5 эмитентов) в конце 2021 года до 17 выпусков (10 эмитентов) по состоянию на конец июня 2025 года (Республиканская фондовая биржа «Тошкент», 2022; 2025b). При этом число эмитентов весьма ограничено, что влечет за собой высокую концентрацию в рамках каждого выпуска. Третья проблема связана с низкой активностью на вторичном рынке данных инструментов. Согласно официальной биржевой статистике, в 2024 году с корпоративными облигациями совершалось в среднем 13 сделок в день, а средний дневной объем торгов составлял 1,5 млрд сумов (Республиканская фондовая биржа «Тошкент», 2025с), что свидетельствует об относительно низкой частоте торгов. Еще одним фактором, сдерживающим развитие рынка, является ограниченный круг институциональных инвесторов. Согласно отчету о техническом содействии, подготовленному совместно Всемирным банком и Международным валютным фондом, основными покупателями облигаций на рынке Узбекистана выступают коммерческие банки, которые отдают предпочтение инструментам с короткой дюрацией. Тем временем доля оборота рынка внутренних государственных ценных бумаг в общем объеме внутреннего долга выросла с 1% в 2018 году до 34% в 2023 году, а доля государственного долга, номинированного в иностранной валюте, увеличилась с 87% в 2018 году до 93,1% к концу 2023 года (Всемирный банк и МВФ, 2025). С точки зрения органов

государственной власти, принятие новых мер регулирования, направленных на развитие рынка капитала, рассматривается как способ диверсификации состава инвесторов (в том числе за счет привлечения иностранных участников) и увеличения сроков заимствования (Всемирный банк и МВФ, 2025).

Заключение: Формирование рынка корпоративных облигаций является одним из ключевых элементов общего процесса развития рынка капитала в Узбекистане. Результаты исследования свидетельствуют о переходе рынка к фазе более активного развития, чему способствуют диверсификация финансовых инструментов, вовлеченность участников рынка и продолжающиеся институциональные преобразования. При этом развитие рынка не должно оцениваться исключительно по объемам эмиссии или торговым оборотам. Для создания устойчивого рынка корпоративных облигаций необходим ряд условий: соответствующая нормативно-правовая база, информационная прозрачность, разнообразие эмитентов и инвесторов, ликвидность вторичного рынка и эффективно функционирующая рыночная инфраструктура. Важной задачей, обозначенной в исследовании, является разграничение количественного роста рынка и его качественной глубины. Увеличение числа выпусков облигаций способствует расширению рынка, однако для долгосрочного успеха необходимы возможности для торговли ценными бумагами, проведения самостоятельной оценки рисков и доступа к информации. В этом контексте развитие вторичного рынка выступает важным фактором укрепления рынка в целом. Еще одним ключевым фактором является диверсификация инвесторов. Узкая база инвесторов может ограничивать ликвидность, сроки погашения и спрос на продукты, что негативно сказывается на развитии рынка. Более диверсифицированная и надежная структура рынка может быть сформирована за счет расширения участия квалифицированных инвесторов, не относящихся к институциональным.

Значимую роль играет и институциональная среда. Регуляторные реформы открывают новые возможности для развития рынка, однако их успех зависит от повышения определенности, укрепления институционального потенциала, а также от ясности и последовательности реализации преобразований. Процесс институционального развития должен сопровождаться мерами, направленными на повышение предсказуемости и прозрачности. В целом, рынок корпоративных облигаций в Узбекистане обладает значительным потенциалом развития. Следующим этапом его эволюции должно стать не только увеличение объемов и количества выпусков облигаций, но и повышение качества рынка. Углубление рынка и повышение его ликвидности будут способствовать формированию более надежного, ликвидного, прозрачного и хорошо организованного вторичного рынка. Создание устойчивого, ликвидного и прозрачного рынка корпоративных облигаций с развитой инфраструктурой станет ключевым фактором формирования более глубокого и стабильного рынка. В будущих исследованиях целесообразно изучить теоретические аспекты факторов, определяющих ликвидность корпоративных облигаций, предпочтения инвесторов и эмитентов, механизмы ценообразования, а также взаимосвязь между рынками корпоративных и государственных облигаций в Узбекистане. Это исследование позволит глубже понять факторы, определяющие развитие рынка внутреннего долга в долгосрочной перспективе.

ЛИТЕРАТУРА:

1. Law of the Republic of Uzbekistan. (2015). *On the Securities Market* (No. ZRU-387, June 3, 2015). National Database of Legislation of the Republic of Uzbekistan. <https://lex.uz>

2. National Database of Legislation of the Republic of Uzbekistan. (2023). *On Measures for Further Development of the Capital Market* (act entering into force on September 4, 2023). <https://lex.uz>
3. National Agency of Prospective Projects (NAPP). (2026). *Data on Corporate Bond Issuance for the First Half of 2026*. Tashkent: NAPP.
4. Resolution of the President of the Republic of Uzbekistan. (2021). *On Measures for Further Improvement of the Capital Market Regulatory System* (No. PP-5073, April 13, 2021). <https://lex.uz/ru/docs/5370973>
5. Republican Stock Exchange “Toshkent.” (2022). *Exchange Review for 2021*. Tashkent: Republican Stock Exchange “Toshkent.” <https://www.uzse.uz/analytics>
6. Republican Stock Exchange “Toshkent.” (2025a). *Exchange Trading Rules* (version dated May 20, 2025). Tashkent: Republican Stock Exchange “Toshkent.” https://www.uzse.uz/legislations/normative_base
7. Republican Stock Exchange “Toshkent.” (2025b). *Press Release: Results of the First Half of 2025*. Tashkent: Republican Stock Exchange “Toshkent.” <https://www.uzse.uz/analytics>
8. Republican Stock Exchange “Toshkent.” (2025c). *Press Release: Results of 2024*. Tashkent: Republican Stock Exchange “Toshkent.” <https://www.uzse.uz/analytics>
9. Republican Stock Exchange “Toshkent.” (2026a). *About the Exchange: General Information*. <https://www.uzse.uz/aboutuses/about-general>
10. Republican Stock Exchange “Toshkent.” (2026b). *Procedure for Registration of the Placement and Trading of Exchange Bonds*. <https://www.uzse.uz/legislations/458>

11. Republican Stock Exchange “Toshkent.” (2026c). *Press Release: Results of 2025*. Tashkent: Republican Stock Exchange “Toshkent.” <https://www.uzse.uz/analytics/343>

12. Decree of the President of the Republic of Uzbekistan. (2019). *On Measures for Radical Improvement of the System of Management of State Assets, Antimonopoly Regulation and Development of the Securities Market*. <https://lex.uz>

13. Decree of the President of the Republic of Uzbekistan. (2021). *On Measures for Further Development of the Capital Market* (No. UP-6207, April 13, 2021). <https://lex.uz/docs/5371145>

14. World Bank & International Monetary Fund. (2025). *Uzbekistan: Medium-Term Debt Management Strategy and Annual Borrowing Plan* (High-Level Summary Technical Assistance Report HLS/25/09). Washington, DC: International Monetary Fund & World Bank Group.