



ДЕПОЗИТАРНЫЕ РАСПИСКИ КАК МЕХАНИЗМ КОРПОРАТИВНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ: АНАЛИЗ ПЕРВОГО МЕЖДУНАРОДНОГО РАЗМЕЩЕНИЯ УЗБЕКИСТАНА (КЕЙС UzNIF)

Абдурахимов Хусниддинхужа Авазович
магистрант, Банковско-финансовая
академия Республики Узбекистан
e-mail: khusniddinkhuzha@gmail.com
<https://doi.org/10.5281/zenodo.20925349>

ARTICLE INFO

Qabul qilindi: 22-iyun 2026 yil
Ma'qullandi: 24-iyun 2026 yil
Nashr qilindi: 26-iyun 2026 yil

KEYWORDS

депозитарные расписки, GDR,
ADR, корпоративное
финансирование, рынок
капитала, UzNIF,
приватизация, Лондонская
фондовая биржа.

ABSTRACT

В статье депозитарные расписки (ADR/GDR) рассматриваются как механизм корпоративного финансирования на примере первого международного размещения Узбекистана — глобальных депозитарных расписок фонда UzNIF на Лондонской фондовой бирже (2026 г.). На основе кейс-стади и количественного анализа параметров сделки рассчитаны дисконт оценки к стоимости чистых активов и уровень первичной доходности, а также проведено сравнение с региональными аналогами. Обосновано, что размещение по экономическому содержанию является инструментом приватизации, а не привлечения первичного капитала. Предложены направления превращения депозитарных расписок в полноценный инструмент корпоративного финансирования в Узбекистане.

1. Введение

Интеграция национальных экономик в мировые финансовые рынки является одной из определяющих тенденций современного экономического развития. Для стран с формирующимися рынками доступ к международному капиталу выступает не только источником финансовых ресурсов, но и инструментом повышения прозрачности, совершенствования корпоративного управления и укрепления доверия со стороны глобальных инвесторов. Одним из наиболее распространённых и проверенных механизмов выхода компаний на зарубежные рынки капитала являются депозитарные расписки — американские (ADR) и глобальные (GDR), которые позволяют национальным эмитентам привлекать средства иностранных инвесторов без прямого размещения акций за рубежом, а инвесторам — приобретать долю в иностранной компании в привычной валюте и правовой среде.

Особую актуальность тема корпоративного финансирования с использованием депозитарных расписок приобретает для Республики Узбекистан. Начиная с 2017 года в стране реализуется масштабная программа реформ финансового сектора:

либерализован валютный режим, осуществляется поэтапный переход на международные стандарты финансовой отчётности, реализуется программа приватизации и публичного размещения акций крупных государственных предприятий. Кульминацией этих преобразований в сфере рынка капитала стало первое в истории страны международное размещение: в мае 2026 года Узбекский национальный инвестиционный фонд (UzNIF) разместил глобальные депозитарные расписки на Лондонской фондовой бирже, привлёк около 603,6 млн долларов при оценке фонда около 1,95 млрд долларов и переподписке книги заявок более чем в четыре раза.

Несмотря на формальный успех размещения, остаётся открытым вопрос о том, в какой мере депозитарные расписки в условиях Узбекистана выполняют функцию именно корпоративного финансирования. Научная проблема настоящего исследования состоит в противоречии между формой размещения, представляющей собой выход на международный рынок капитала, и его экономическим содержанием, при котором привлечённые средства поступают в государственный бюджет, а не в операционные компании. Целью статьи является оценка размещения депозитарных расписок фонда UzNIF как механизма корпоративного финансирования и обоснование направлений совершенствования данного механизма в Узбекистане.

Для достижения поставленной цели в работе решаются следующие задачи: раскрыть теоретические основы депозитарных расписок и разграничить их функции; обосновать методологию анализа; выполнить расчётно-аналитическую оценку параметров размещения; сформулировать практические рекомендации. Объектом исследования выступают механизмы корпоративного финансирования с использованием депозитарных расписок, предметом — экономические отношения, возникающие при привлечении капитала узбекскими эмитентами посредством депозитарных расписок на примере кейса UzNIF. Дальнейшее изложение построено по следующим разделам: обзор литературы, методология исследования, анализ и обсуждение результатов, выводы и предложения.

Научная новизна исследования состоит в обосновании разграничения между функцией привлечения капитала и функцией приватизации применительно к первому узбекскому размещению, а его практическая значимость — в формулировании рекомендаций, применимых органами, ответственными за развитие рынка капитала, и потенциальными эмитентами. Дальнейшее изложение построено по следующим разделам: обзор литературы, методология исследования, анализ и обсуждение результатов, выводы и предложения.

2. Обзор литературы

Депозитарная расписка представляет собой обращающийся на рынке производный инструмент — сертификат, выпускаемый банком-депозитарием и удостоверяющий право собственности на акции иностранной компании, депонированные в банке-кастодиане в стране эмитента. В зависимости от уровня программы и характера размещения депозитарные расписки выполняют различные функции. Американские депозитарные расписки первого и второго уровней, а также вторичные размещения уже существующих акций направлены на повышение ликвидности и узнаваемости и не приносят эмитенту нового капитала; напротив,

расписки третьего уровня и первичные транши глобальных депозитарных расписок обеспечивают привлечение нового капитала. Разграничение между программами привлечения капитала и программами повышения ликвидности является принципиальным для настоящего исследования, поскольку именно оно определяет квалификацию конкретного размещения.

Теоретическое осмысление эффектов трансграничного листинга опирается на несколько взаимодополняющих концепций. Теория сегментации рынков исходит из того, что национальные рынки капитала разделены барьерами в виде валютных ограничений, различий в регулировании и информационной асимметрии, вследствие чего выход компании за рубеж расширяет круг потенциальных инвесторов и снижает требуемую доходность. Гипотеза узнаваемости инвесторами, сформулированная Мертоном (Merton, 1987), утверждает, что инвесторы включают в портфели только известные им ценные бумаги, а расширение базы информированных инвесторов повышает рыночную стоимость компании. Гипотеза «связывания», развитая в работах Коффи (Coffee, 1999) и Штульца (Stulz, 1999), объясняет, что компания из страны со слабой защитой инвесторов, добровольно подчиняясь более строгим требованиям раскрытия информации при листинге за рубежом, принимает на себя обязательства перед инвесторами и тем самым повышает свою стоимость.

Эмпирические исследования в целом подтверждают эти концепции. Фёрстер и Каролайи (Foerster и Karolyi, 1999) задокументировали аномальную положительную доходность акций иностранных компаний в период их выхода на американский рынок. Дойдж и другие (Doidge и др., 2004) обнаружили устойчивую премию в стоимости компаний, имеющих листинг в США. Особое значение имеет работа Эрунзы и Миллера (Errunza и Miller, 2000), в которой на выборке из 126 компаний из 32 стран зафиксировано снижение стоимости капитала в среднем приблизительно на 42 % при выходе на международный рынок. Вместе с тем в литературе подчёркивается, что выгоды трансграничного листинга не являются автоматическими и зависят от качества эмитента, уровня раскрытия информации и выбора площадки размещения. Применительно к рынку капитала Узбекистана тема депозитарных расписок остаётся практически неизученной, что обуславливает научную новизну настоящего исследования и его опору на первый национальный кейс.

Опыт развивающихся рынков, описанный в литературе, демонстрирует как возможности, так и риски использования депозитарных расписок. Российские эмитенты на протяжении 1990-х–2010-х годов активно применяли программы депозитарных расписок, однако события 2022 года, повлёкшие приостановку торгов и принудительный делистинг, выявили их подверженность геополитическому риску. Опыт Казахстана, прежде всего размещение компании Kaspi.kz в Лондоне в 2020 году, показывает способность депозитарных расписок привлекать значительный международный капитал и служит ближайшим региональным ориентиром для Узбекистана. Опыт Индии иллюстрирует успешную долгосрочную модель использования этого инструмента, тогда как опыт Китая указывает на критическую роль прозрачности структуры собственности и качества аудита. Обобщение этого опыта позволяет выделить ключевые факторы успеха: качество корпоративного управления,

достаточную ликвидность рынка, правильный выбор площадки и предсказуемость правовой среды.

Эмпирические исследования в целом подтверждают теоретические концепции. Фёрстер и Каролайи (Foerster и Karolyi, 1999) задокументировали аномальную положительную доходность акций иностранных компаний при выходе на американский рынок, а Дойдж и другие (Doidge и др., 2004) обнаружили устойчивую премию в стоимости компаний, имеющих листинг в США. Вместе с тем в литературе подчёркивается, что выгоды трансграничного листинга не являются автоматическими и зависят от качества эмитента, уровня раскрытия информации и выбора площадки размещения. Принципиальное значение для настоящего исследования имеет разграничение между программами привлечения капитала, к которым относятся расписки третьего уровня и первичные транши глобальных депозитарных расписок, и программами повышения ликвидности и узнаваемости, не приносящими эмитенту нового капитала.

3. Методология исследования

Методология исследования определяется его целью и характером изучаемого явления. Поскольку речь идёт об относительно новом для Узбекистана явлении, представленном пока единственным состоявшимся размещением, в качестве исследовательской стратегии избран дизайн отдельного случая (кейс-стади), дополненный элементами сравнительного и количественного анализа. Такой выбор обусловлен тем, что в условиях, когда совокупность наблюдений ограничена единственным завершённым размещением, углублённое изучение этого случая в сочетании со сравнением с региональными аналогами является наиболее адекватным методом получения обоснованных выводов и формулирования практических рекомендаций.

С точки зрения исследовательской философии работа сочетает интерпретативный и позитивистский подходы. Интерпретативный подход применяется при анализе институционального контекста размещения — программы приватизации и особенностей государственного управления активами; позитивистский подход используется при работе с количественными параметрами сделки и их сопоставлении с эмпирическими закономерностями. Информационную базу исследования составляют преимущественно вторичные данные: проспект эмиссии, официальные сообщения Лондонской фондовой биржи, раскрываемая фондом отчётность о стоимости чистых активов и структуре портфеля, а также публикации деловых средств массовой информации.

В рамках количественного анализа рассчитываются два ключевых показателя. Дисконт рыночной оценки к стоимости чистых активов определяется как относительное отклонение оценки фонда при размещении от стоимости его чистых активов. Уровень первичной доходности, или недооценки, рассчитывается как относительное изменение цены расписки в первые дни торгов по сравнению с ценой размещения. Полученные значения сопоставляются с характерными для развивающихся рынков диапазонами и с показателями сопоставимых размещений. Надёжность выводов обеспечивается опорой на официальные данные и их перекрёстной проверкой по нескольким источникам; основным ограничением

выступает опора на единственный завершённый случай, что снижает возможность статистического обобщения и определяет направления дальнейших исследований.

4. Анализ и обсуждение результатов

Узбекский национальный инвестиционный фонд был создан указом Президента Республики Узбекистан от 27 августа 2024 года; единственным акционером фонда выступает Министерство экономики и финансов, а функции управляющего переданы международной компании Franklin Templeton. Портфель фонда сформирован из миноритарных пакетов (от 25 % до 40 %) в тринадцати государственных компаниях транспортного, энергетического, телекоммуникационного, коммунального и банковского секторов; совокупная стоимость чистых активов составляла около 2,44 млрд долларов по состоянию на 31 декабря 2025 года. Основные параметры размещения обобщены в таблице 1.

Таблица 1. Основные параметры размещения GDR фонда UzNIF

Параметр	Значение
Площадки листинга	Лондонская фондовая биржа (GDR) и РФБ «Тошкент» (акции)
Цена размещения	25,00 долл. за GDR (1 GDR = 64 700 акций)
Доля размещения	около 31 % капитала (до 35 % при опционе доразмещения)
Привлечено	около 603,6 млн долл.
Оценка фонда	около 1,95 млрд долл.
Спрос инвесторов	около 2,9 млрд долл.; переподписка более чем в 4 раза
Банк-депозитарий / координатор	The Bank of New York Mellon / Jefferies International

Источник: составлено автором по данным Euronews (2026) и bne IntelliNews (2026).

Расчёт дисконта к стоимости чистых активов показывает, что при стоимости чистых активов около 2,44 млрд долларов и рыночной оценке при размещении около 1,95 млрд долларов величина дисконта составляет около 20,1 %, что вычисляется как отношение разности этих величин к стоимости чистых активов. Это соотношение наглядно представлено на рисунке 1. Дисконт отражает премию за риск, которую международные инвесторы требуют при вложении в активы формирующегося рынка с ограниченной ликвидностью и относительно невысоким уровнем известности эмитента.

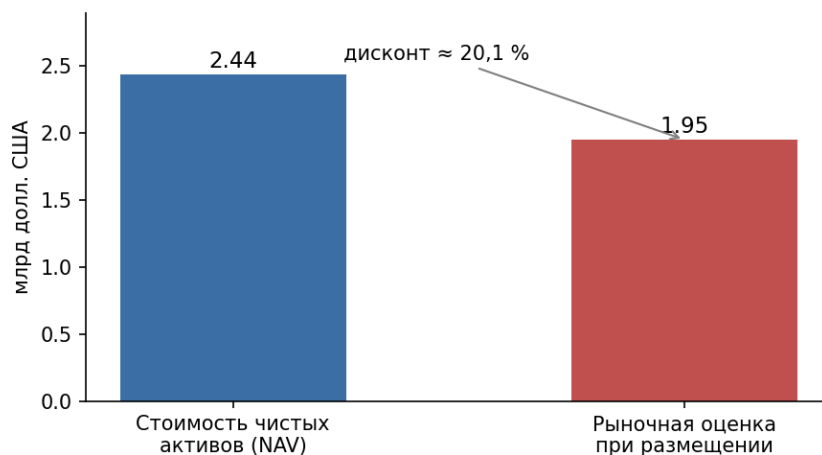


Рисунок 1. Стоимость чистых активов и рыночная оценка фонда UzNIF при размещении, млрд долл. США

Расчёт первичной доходности свидетельствует об умеренной недооценке размещения. При цене размещения 25,00 доллара цена открытия в первый день торгов составила около 26,00 доллара, что соответствует доходности первого дня около 4 %, а к третьему дню торгов цена достигла около 27,50 доллара, обеспечив доходность около 10 %. Такая динамика типична для первичных размещений на развивающихся рынках и подтверждает наличие устойчивого спроса со стороны инвесторов. Сравнение с региональными аналогами, представленное в таблице 2, показывает, что по объёму привлечённых средств и оценке размещение UzNIF уступает крупнейшим казахстанским сделкам, однако по своему характеру близко к ним: во всех случаях речь идёт преимущественно о вторичном размещении, а не о привлечении первичного капитала в операционные компании.

Таблица 2. Сравнение размещения UzNIF с региональными аналогами

Параметр	UzNIF (2026)	Kaspi.kz (2020)	Kazatomprom (2018)
Площадка	Лондон + Ташкент	Лондон	Лондон + AIX
Цена за GDR	25,00 долл.	33,75 долл.	≈ 11,60 долл.
Привлечено	603,6 млн	870 млн	≈ 451 млн
Оценка	1,95 млрд	6,5 млрд	≈ 3,1 млрд
Характер	вторичное	вторичное	вторичное

Источник: составлено автором; данные по компаниям-аналогам приведены по открытым источникам и носят приблизительный характер.

Главный результат анализа состоит в выявлении противоречия между формой и содержанием размещения. По экономическому содержанию размещение UzNIF представляет собой вторичную продажу принадлежащих государству пакетов акций: привлечённые средства поступают в государственный бюджет, а не в операционные компании, входящие в портфель фонда (Euronews, 2026). В терминологии, введённой в обзоре литературы, это программа монетизации активов и приватизации, а не привлечения первичного капитала. Данный вывод косвенно подтверждается приостановкой подготовки международного размещения Навоийского горно-

металлургического комбината, среди причин которой называются опасения сокращения значительных дивидендов, поступающих в государственный бюджет. Премия за фронтальный риск, отражённая в дисконте около 20 %, обусловлена структурными ограничениями узбекского рынка: низкой ликвидностью и небольшой капитализацией биржи, ограниченной свободно обращающейся долей акций, продолжающимся внедрением международных стандартов отчётности и отсутствием Узбекистана в индексе MSCI Frontier Markets.

Важной особенностью рассматриваемого размещения является структура управления фондом. Привлечение международной управляющей компании повышает доверие инвесторов, однако фонд владеет лишь миноритарными пакетами акций портфельных компаний, что ограничивает возможности активного влияния на их операционную деятельность и корпоративное управление. Вследствие этого эффект размещения для самих компаний остаётся преимущественно косвенным и связанным с повышением прозрачности и узнаваемости, а не с прямым притоком капитала. Указанное обстоятельство усиливает вывод о том, что в текущей конфигурации депозитарные расписки выступают инструментом монетизации государственных активов, тогда как их потенциал как механизма корпоративного финансирования операционных компаний остаётся в значительной мере нереализованным.

Дополнительной характеристикой ценообразования выступает коэффициент отношения рыночной оценки фонда к стоимости его чистых активов, составивший приблизительно 0,80, что эквивалентно рассчитанному дисконту около 20 % и подтверждает его величину. Качественной характеристикой размещения является высокое качество базы инвесторов: в размещении приняли участие свыше 160 институциональных инвесторов, а в роли якорных инвесторов выступили фонды под управлением ведущих мировых компаний, включая BlackRock, Franklin Resources, Redwheel и фонды Allan & Gill Gray, совокупно приобретшие расписок на сумму около 300 млн долларов. Участие инвесторов такого уровня выполняет функцию сигнала качества и повышает репутацию размещения, однако высокий спрос в сочетании с дисконтом к стоимости чистых активов указывает на то, что инвесторы оценили активы привлекательно именно с учётом премии за фронтальный риск.

5. Выводы и предложения

Проведённое исследование позволяет заключить, что поставленная цель достигнута, а исследовательский вопрос получил ответ. Депозитарные расписки в текущих условиях Узбекистана выполнили функцию повышения международной узнаваемости и обеспечения доступа к капиталу для государства, однако ещё не стали полноценным инструментом корпоративного финансирования операционных компаний. В этом состоит основной научный результат и новизна работы: первое международное размещение Узбекистана по своему экономическому содержанию является преимущественно инструментом приватизации, а не корпоративного финансирования. Полученный вывод имеет значение не только для оценки конкретной сделки, но и для понимания текущего этапа развития рынка капитала Узбекистана и характера его интеграции в мировые финансовые рынки.

Для реализации потенциала депозитарных расписок как инструмента корпоративного финансирования предлагается комплекс мер. Во-первых,

целесообразен постепенный переход от вторичных размещений к первичным, при которых привлечённый капитал поступает непосредственно в компанию. Во-вторых, необходимо развитие внутреннего рынка капитала: формирование базы институциональных инвесторов, расширение свободно обращающейся доли акций, развитие рынка корпоративных облигаций и работа над включением национального рынка в международные фондовые индексы. В-третьих, требуется завершение перехода на международные стандарты финансовой отчётности во всех крупных государственных предприятиях и усиление защиты прав миноритарных акционеров. Кроме того, для отдельных компаний целесообразно заблаговременное формирование аудированной отчётности по международным стандартам, совершенствование корпоративного управления и привлечение авторитетных финансовых консультантов и банка-депозитария, что повышает вероятность успешного размещения и снижает требуемую инвесторами премию за риск. Перспективными направлениями дальнейших исследований являются сравнительный анализ последующих узбекских размещений и эмпирическая оценка их влияния на стоимость капитала операционных компаний.

Список использованных источников:

1. bne IntelliNews (2026) Uzbekistan's UzNIF raises \$603.6mn in first international IPO. Available at: <https://www.intellinews.com> (accessed: 24.06.2026).
2. Coffee, J.C. (1999) The future as history: the prospects for global convergence in corporate governance and its implications. *Northwestern University Law Review*, 93(3), pp. 641–708.
3. Doidge, C., Karolyi, G.A. and Stulz, R.M. (2004) Why are foreign firms listed in the U.S. worth more? *Journal of Financial Economics*, 71(2), pp. 205–238.
4. Errunza, V.R. and Miller, D.P. (2000) Market segmentation and the cost of capital in international equity markets. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 35(4), pp. 577–600.
5. Euronews (2026) UzNIF debuts on London market in first international Uzbek IPO. Available at: <https://www.euronews.com> (accessed: 24.06.2026).
6. Foerster, S.R. and Karolyi, G.A. (1999) The effects of market segmentation and investor recognition on asset prices: evidence from foreign stocks listing in the United States. *Journal of Finance*, 54(3), pp. 981–1013.
7. Merton, R.C. (1987) A simple model of capital market equilibrium with incomplete information. *Journal of Finance*, 42(3), pp. 483–510.
8. Stulz, R.M. (1999) Globalization, corporate finance, and the cost of capital. *Journal of Applied Corporate Finance*, 12(3), pp. 8–25.
9. Указ Президента Республики Узбекистан «О создании Национального инвестиционного фонда» от 27 августа 2024 года.