

ДЕПОЗИТАРНЫЕ РАСПИСКИ КАК ИНСТРУМЕНТ ВЫХОДА УЗБЕКСКИХ ЭМИТЕНТОВ НА МЕЖДУНАРОДНЫЙ РЫНОК КАПИТАЛА: КЕЙС UZNIF

Абдурахимов Хусниддинхужа Авазович

магистрант, Банковско-финансовая академия Республики Узбекистан

e-mail: khusniddinkhuzha@gmail.com

<https://doi.org/10.5281/zenodo.20925743>

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

Введение

Интеграция национальных экономик в мировую финансовую систему делает доступ к международному капиталу важнейшим фактором конкурентоспособности компаний. Одним из проверенных механизмов такого доступа являются депозитарные расписки (ADR/GDR), позволяющие национальным эмитентам привлекать средства иностранных инвесторов и повышать международную узнаваемость. Начиная с 2017 года в Республике Узбекистан реализуется масштабная программа реформ финансового сектора: либерализован валютный режим, осуществляется переход на международные стандарты финансовой отчётности, реализуется программа приватизации. Кульминацией этих преобразований стало первое в истории страны международное размещение: в мае 2026 года Узбекский национальный инвестиционный фонд (UzNIF) разместил глобальные депозитарные расписки на Лондонской фондовой бирже. Целью настоящего исследования является оценка этого размещения как механизма корпоративного финансирования и выявление направлений совершенствования данного механизма в Узбекистане.

Обзор литературы и методология

Теоретической основой исследования выступают теория сегментации рынков, гипотеза узнаваемости инвесторами (Merton, 1987) и гипотеза «связывания» (Coffee, 1999; Stulz, 1999). Эмпирические исследования подтверждают, что выход на международный рынок снижает стоимость капитала компании; в частности, Эррунза и Миллер (Errunza и Miller, 2000) зафиксировали снижение в среднем приблизительно на 42 %. При этом принципиальным является разграничение между программами привлечения капитала и программами повышения ликвидности, не приносящими эмитенту нового капитала. Исследование построено на дизайне отдельного случая (кейс-стади), дополненном сравнительным и количественным анализом; рассчитаны дисконт оценки к стоимости чистых активов и уровень первичной доходности, а также проведено сопоставление с региональными аналогами. Информационную базу составили проспект эмиссии, материалы Лондонской фондовой биржи, отчётность фонда и публикации деловых средств массовой информации.

Результаты и обсуждение

Размещение фонда UzNIF проведено по цене 25,00 доллара за глобальную депозитарную расписку; привлечено около 603,6 млн долларов при оценке фонда около 1,95 млрд долларов и переподписке книги заявок более чем в четыре раза, спрос составил около 2,9 млрд долларов. Расчёт дисконта к стоимости чистых активов показал, что при стоимости чистых активов около 2,44 млрд долларов величина дисконта составляет около 20,1 %, что соответствует коэффициенту «цена / стоимость

чистых активов» около 0,80. Расчёт первичной доходности выявил умеренную недооценку: цена расписки выросла с 25,00 до около 27,50 доллара за первые три дня торгов, обеспечив доходность около 10 %. Сравнение с казахстанскими размещениями Kaspikz и «Казатомпром» показало, что по характеру узбекское размещение близко к ним: во всех случаях речь идёт преимущественно о вторичном размещении.

Главный результат исследования состоит в выявлении противоречия между формой и содержанием размещения. По экономическому содержанию размещение фонда UzNIF представляет собой вторичную продажу принадлежащих государству пакетов акций: привлечённые средства поступили в государственный бюджет, а не в операционные компании, входящие в портфель фонда. Тем самым размещение является преимущественно инструментом приватизации и монетизации активов, а не корпоративного финансирования операционных компаний, что составляет научную новизну работы. Данный вывод подтверждается приостановкой подготовки международного размещения Навоийского горно-металлургического комбината вследствие опасений сокращения поступающих в бюджет дивидендов. Дисконт около 20 % интерпретируется как премия за фронтирный риск, обусловленная низкой ликвидностью рынка, ограниченной свободно обращающейся долей акций и отсутствием Узбекистана в международных фондовых индексах.

Выводы

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. Для реализации этого потенциала предлагается переход от вторичных размещений к первичным, при которых капитал поступает непосредственно в компанию; развитие внутреннего рынка капитала и базы институциональных инвесторов; завершение перехода на международные стандарты финансовой отчётности и усиление защиты прав миноритарных акционеров. Реализация этих мер позволит превратить депозитарные расписки в действенный механизм корпоративного финансирования национальных компаний.

Adabiyotlar, References, Литературы:

1. 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.
2. 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.
3. Merton, R.C. (1987) A simple model of capital market equilibrium with incomplete information. *Journal of Finance*, 42(3), pp. 483–510.
4. Stulz, R.M. (1999) Globalization, corporate finance, and the cost of capital. *Journal of Applied Corporate Finance*, 12(3), pp. 8–25.
5. Euronews (2026) UzNIF debuts on London market in first international Uzbek IPO. Available at: <https://www.euronews.com> (accessed: 25.06.2026).
6. bne IntelliNews (2026) Uzbekistan's UzNIF raises \$603.6mn in first international IPO. Available at: <https://www.intellinews.com> (accessed: 25.06.2026).