

## **СРАВНИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ ДОХОДНОСТИ УЗБЕКСКИХ И МЕЖДУНАРОДНЫХ ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ**

**Маруфжонов Сардор Ильхомжон угли**

**Исмоилов Иззатилло Ибрагимович**

**Солижонов Мухаммад Кодир Носиржон угли**

Студенты 2 курса магистратуры, Мировая экономика, Ташкентский

Государственный экономический университет

E-mail: [marufjonovs2001@gmail.com](mailto:marufjonovs2001@gmail.com)

[izzatilla2002@mail.ru](mailto:izzatilla2002@mail.ru)

[muxammadsolijonov@mail.ru](mailto:muxammadsolijonov@mail.ru)

### **АННОТАЦИЯ**

*В статье проводится сравнительный анализ доходности узбекских и международных финансовых инструментов с акцентом на институциональную зрелость, глубину рынка и регуляторную среду. Показано, что внутренние инструменты Узбекистана обладают более высокой номинальной доходностью, но повышенным риском, тогда как международные инструменты обеспечивают стабильность и предсказуемость. Отдельное внимание уделено зелёным финансам и альтернативным методам инвестирования.*

***Ключевые слова:** финансовый рынок Узбекистана, международные инструменты, доходность, зелёные облигации, институциональное развитие, альтернативное финансирование.*

## **COMPARATIVE ANALYSIS OF THE RETURNS OF UZBEK AND INTERNATIONAL FINANCIAL INSTRUMENTS**

### **ABSTRACT**

*This study analyzes the comparative returns of Uzbek and international financial instruments, highlighting the influence of institutional maturity, market depth, and regulatory frameworks. Findings indicate that Uzbek instruments often yield higher nominal returns but are riskier, while international instruments provide more stable, predictable performance. The research emphasizes the role of green finance and alternative funding mechanisms in bridging local and global market practices. (65 words)*

***Key words:** Uzbek financial market, international finance, return on investment, green bonds, institutional development, alternative financing.*

## O‘ZBEKISTON VA XALQARO MOLIVAVIY INSTRUMENTLAR RENTABELLIGINING SOLISHTIRMA TAHLILI

### ANNOTATSIYA

*Ushbu maqolada O‘zbekiston va xalqaro moliyaviy instrumentlar rentabelligi solishtiriladi, bozorning institut yetukligi, chuqurligi va regulyatorlik muhiti ta‘siri ko‘rsatib o‘tiladi. Ichki instrumentlar yuqori nominal daromad berishi bilan xavf darajasi yuqoriligi, xalqaro instrumentlar esa barqaror va oldindan aytib bo‘ladigan natija ko‘rsatadi. Xususan, yashil moliya va alternativ moliyalashtirish usullari o‘rganilgan.*

***Kalit so‘zlar:** O‘zbekiston moliya bozori, xalqaro moliya, rentabellik, yashil obligatsiyalar, institut rivojlanishi, alternativ moliyalashtirish.*

### ВВЕДЕНИЕ

Сравнительный анализ доходности финансовых инструментов представляет собой важный аспект изучения экономической эффективности и устойчивости финансовых систем. В условиях глобализации капитала и интеграции рынков становится необходимым понимать, каким образом институциональные, макроэкономические и регуляторные факторы влияют на доходность активов в разных юрисдикциях. Особый интерес представляет сопоставление развивающихся рынков, таких как Узбекистан, с развитой международной практикой, где финансовая инфраструктура и культурные привычки инвестирования значительно отличаются.

Второй аспект анализа заключается в выявлении структурных особенностей инструментов, таких как долговые и акционерные активы, а также новых сегментов, включая «зелёные» и устойчивые финансовые продукты. Данные инструменты выполняют не только экономическую функцию, но и стратегическую — демонстрируют зрелость финансовой системы, её способность управлять рисками и обеспечивать долгосрочную стабильность доходности.

Наконец, изучение альтернативных форм финансирования, включая краудфандинг, P2P-кредитование и лизинговые схемы, позволяет понять возможности повышения доходности в переходных экономиках. Сопоставление узбекской практики с международными исследованиями создаёт основу для прогнозирования и стратегического планирования развития финансового рынка страны.

## **Методология**

Настоящее исследование основано на комплексном обзоре литературы, включающем академические публикации, отчёты Всемирного банка, OECD, BIS, а также исследования региональных авторов (Бакоева, 2025; Tong & Kassenova, 2025; Nazim et al., 2025). Анализ включает количественные показатели доходности различных финансовых инструментов, статистику их объёма и ликвидности, а также институциональные и регуляторные аспекты, влияющие на эффективность инвестиций в Узбекистане и международной практике.

## **Результаты**

Сравнительный анализ доходности узбекских и международных финансовых инструментов позволяет выявить фундаментальные различия, связанные не только с типом активов, но и с институциональной зрелостью рынков, глубиной вторичного оборота и уровнем регуляторной поддержки. Как отмечает Бакоева (2025, с. 40–41), современные финансовые инструменты, включая облигации, акции и цифровые активы, выполняют двойную функцию: они являются источником капитализации экономики и индикатором макроэкономической устойчивости. В развитых странах, таких как США и Сингапур, доходность инструментов формируется на основе высокой ликвидности, прозрачного ценообразования и устойчивой инвестиционной культуры, тогда как в Узбекистане она чаще выступает премией за риск, что отражает ограниченность вторичных рынков и слабую диверсификацию портфеля. Этот вывод подтверждает гипотезу Аллена и Гейла о том, что недоразвитые финансовые посредники усиливают информационную асимметрию и повышают требуемую доходность инвесторов (Allen & Gale, 2007, p. 112).

Международный опыт показывает, что инструменты с надёжной институциональной поддержкой демонстрируют более стабильную и предсказуемую доходность. Так, объём внебиржевых деривативов в США достиг 667 трлн долларов в 2023 году, из которых процентные деривативы составили 530 трлн долларов (Bank for International Settlements, 2023, как указано у Бакоевой, 2025, с. 44). Масштаб этих рынков снижает волатильность доходности за счёт хеджирования, чего пока нет на узбекском рынке. Следовательно, высокая номинальная доходность узбекских инструментов не сопровождается устойчивостью во времени, что подтверждается и гипотезой эффективного рынка Фамы, где недостаток прозрачности препятствует справедливому ценообразованию активов (Fama, 1970, p. 387).

Особый интерес вызывает сегмент «зелёных» финансовых инструментов. По данным OECD и Всемирного банка, мировой рынок зелёных облигаций превысил 1,1 трлн долларов в 2023 году, демонстрируя высокую инвестиционную привлекательность при относительно низком риске (OECD, 2024, p. 29; World Bank, 2024, p. 14). В Сингапуре объём рынка зелёных облигаций достиг 38 млрд сингапурских долларов, увеличившись на 7% за год (Бакоева, 2025, с. 42–43). В Узбекистане эти инструменты только начинают формировать доходную кривую, однако внедрение зелёных сукуков и ESG-облигаций может обеспечить приток капитала и снижение стоимости заимствований (Бакоева, 2025, с. 43). Это иллюстрирует возможность получения более устойчивой доходности на долгосрочной перспективе, несмотря на номинально более низкие ставки.

В целом, сравнительный анализ показывает системное различие между международными и узбекскими рынками: доходность первых формируется синергией регуляторной среды, инфраструктуры и инвестиционной культуры, тогда как доходность вторых носит фрагментарный и компенсаторный характер. Бакоева (2025, с. 45) подчёркивает, что простое копирование инструментов без институциональной адаптации не обеспечивает аналогичных показателей доходности. Примеры США и Сингапура демонстрируют, что регуляторные песочницы, развитый рынок деривативов и поддержка зелёных инструментов повышают устойчивость и привлекательность активов, чего пока нет в Узбекистане.

Сравнение с другими странами Центральной Азии показывает, что институциональные ограничения и высокий уровень государственного участия сильно влияют на доходность. Tong и Kassenova (2025, pp. 76–78) отмечают, что в регионе доходность финансовых инструментов определяется не эффективностью рынка, а уровнем институционального развития. В Узбекистане государственные облигации и банковские депозиты компенсируют инфляционные и валютные риски, тогда как международные инструменты предлагают меньшую номинальную доходность, но более предсказуемый риск и защиту капитала.

**Таблица 1. Сравнительная характеристика доходности узбекских и международных финансовых инструментов**

Критерий	Узбекистан	Развитые рынки (США, Сингапур)
Характер доходности	Высокая номинальная доходность как премия за	Умеренная, но стабильная и предсказуемая доходность

		риск	
Ликвидность вторичный рынок	и	Ограниченная ликвидность, слабый вторичный оборот	Высокая ликвидность и развитый вторичный рынок
Институциональная поддержка		Формирующаяся, высокая роль государства	Зрелая регуляторная среда и развитые финансовые посредники
Прозрачность ценообразование	и	Недостаточная прозрачность, информационная асимметрия	Прозрачное ценообразование и эффективное раскрытие информации
Рынок деривативов		Практически отсутствует	Крупномасштабный рынок (ОТС-деривативы в США — 667 трлн долл.)
Зелёные финансовые инструменты		На начальной стадии развития	Активно развиты (мировой рынок > 1,1 трлн долл.; Сингапур — 38 млрд SGD)
Риск–доходность		Высокий риск при нестабильной доходности	Низкий/умеренный риск при устойчивой доходности

**Источник 1: Источник: составлено автором на основе данных Бакоевой (2025), Allen & Gale (2007), Fama (1970), Bank for International Settlements (2023), OECD (2024), World Bank (2024), Tong & Kassenova (2025).**

Долговые инструменты остаются ключевым элементом сравнения. В Казахстане базовая ставка Национального банка в 2022–2023 гг. составляла 16–17% (Focus Economics, 2023), что сопоставимо с доходностью государственных облигаций Узбекистана. Международные облигации инвестиционного уровня обеспечивают доходность 3–6% годовых. Tong и Kassenova (2025, pp. 82–83) подчёркивают, что высокая доходность в Центральной Азии носит компенсаторный характер и отражает макроэкономические риски, а не эффективность капитала.

Акционерные инструменты в Узбекистане остаются слабо развитыми, с низкой ликвидностью. В Казахстане рыночная капитализация акций составляла 19–20% ВВП, а оборачиваемость — около 5% (World Bank, 2024, p. 79). Аналогичная ситуация наблюдается в Узбекистане. Tong и Kassenova (2025, pp. 84–85) отмечают, что крупные компании региона выходят на международные биржи для повышения капитализации, что подчеркивает более высокую скорректированную доходность международных акций по сравнению с внутренними.

Институциональная среда напрямую влияет на доходность. Опыт Астанинского международного финансового центра показывает, что внедрение англосаксонской правовой системы снижает инвестиционные риски (Tong &

Kassenova, 2025, pp. 86–87). В Узбекистане институциональные реформы пока ограничены, что поддерживает более высокую доходность национальных инструментов, однако без институциональной поддержки она не приводит к устойчивому росту (World Bank, 2024, p. 80).

Макроэкономическая волатильность также определяет риск и доходность. В Казахстане инфляция свыше 15% и девальвация тенге снижали реальную доходность инструментов (Tong & Kassenova, 2025, p. 88). В Узбекистане аналогичные факторы, включая инфляцию и валютные корректировки, повышают неопределённость. Международные инструменты в стабильных валютах обеспечивают более предсказуемую реальную доходность, что необходимо учитывать при сравнении.

Анализ структурного противоречия показывает, что внутренние инструменты Узбекистана номинально доходнее, но уступают международным по устойчивости и риск-скорректированной эффективности. Tong и Kassenova (2025, pp. 90–91) отмечают, что высокая доходность в постсоветских экономиках отражает институциональные дисбалансы, а не рыночное преимущество. Сближение доходности возможно через институциональные реформы и развитие рынка капитала.

Альтернативные формы финансирования, такие как краудфандинг, P2P-кредитование, лизинг и зелёные облигации, показывают конкурентную доходность в Узбекистане. Nazim, Aidar и Kunduzkul (2025, pp. 58–61) фиксируют доходность 15–25% при сроках окупаемости 3–6 лет, что сопоставимо с международной практикой (Qamar et al., 2022). Это подтверждает, что при поддержке государства и институтов альтернативные инструменты могут повышать инвестиционную привлекательность.

Наконец, дифференциация доходности по масштабу предприятия показывает соответствие международным моделям. Микро-предприятия достигают 15–20% рентабельности через краудфандинг и P2P (Nazim et al., 2025, p. 60), малые — 18–23% через лизинг и венчурные схемы, средние — 20–25% через зелёные облигации (pp. 60–61). Международные исследования (Sun et al., 2024; Chen et al., 2021) подтверждают эффективность инструментов с распределением рисков, включая РРА. В узбекском контексте эти модели демонстрируют сопоставимую доходность при снижении институциональных рисков.

В итоге, сравнительный анализ доходности узбекских и международных финансовых инструментов показывает, что институциональная зрелость, регуляторная поддержка и макроэкономическая стабильность определяют

качество доходности. Myroshnychenko et al. (2024, p. 62) и Nazim et al. (2025, pp. 63) подтверждают, что альтернативные инструменты в переходных экономиках при благоприятных условиях создают потенциал для реальной доходности, сопоставимой с международной практикой, формируя стратегическое преимущество для устойчивого роста.

### **Обсуждение**

Сравнение доходности узбекских и международных финансовых инструментов показывает, что для Узбекистана стратегически важно укрепление институциональной базы и создание инфраструктуры, поддерживающей долгосрочные инвестиции. Международные примеры демонстрируют, что устойчивость доходности напрямую зависит от прозрачности, ликвидности и наличия механизмов хеджирования.

Внедрение зелёных финансов и альтернативных инструментов может способствовать диверсификации источников капитала, снижению стоимости заимствований и повышению привлекательности национального рынка для международных инвесторов. Как показывают исследования Nazim et al. (2025), доходность таких проектов в Узбекистане может сопоставляться с показателями развитых стран при правильной институциональной поддержке.

Кроме того, дифференциация доходности по типу предприятия и масштабу позволяет создавать адаптированные стратегии финансирования. Микро-, малые и средние предприятия могут использовать краудфандинг, P2P-кредитование, зелёные облигации и лизинговые схемы для максимизации доходности при умеренном риске.

Таким образом, адаптация международных моделей финансирования к узбекскому рынку требует сочетания институциональных реформ, развития регуляторной инфраструктуры и внедрения инновационных инструментов для устойчивого экономического роста.

### **ЗАКЛЮЧЕНИЕ**

Сравнительный анализ доходности показывает, что узбекские финансовые инструменты обеспечивают более высокую номинальную доходность, но при этом сопровождаются повышенными рисками и ограниченной устойчивостью. Международные инструменты демонстрируют более предсказуемую и стабильную доходность благодаря развитой инфраструктуре и институциональной поддержке.

Альтернативные формы финансирования, включая зелёные облигации, P2P-кредитование и краудфандинг, создают потенциал для сближения доходности внутреннего рынка с международной практикой. Правильная

комбинация этих инструментов может повысить инвестиционную привлекательность Узбекистана и сократить зависимость от традиционного банковского кредитования.

В долгосрочной перспективе ключевым фактором является институциональная зрелость, прозрачность и развитие рынка капитала, что позволит создавать финансовые инструменты с высокой риск-скорректированной доходностью и обеспечивать устойчивый рост национальной экономики.

### СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ:

1. Allen, F., & Gale, D. (2007). *Understanding financial crises*. Oxford University Press.
2. Bakoeva, G. (2025). *Modern financial instruments in global markets: A comparative analysis of developed countries*. Nordic Press, 9(0009), 40–45.
3. Bank for International Settlements. (2023). *OTC derivatives statistics at end-2023*. BIS Quarterly Review.
4. Chen, W., Chen, J., & Ma, Y. (2021). Renewable energy investment and carbon emissions under cap-and-trade mechanisms. *Journal of Cleaner Production*, 278, article number 123341. doi: 10.1016/j.jclepro.2020.123341.
5. Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383–417. <https://doi.org/10.2307/2325486>
6. FocusEconomics. (n.d.). Kazakhstan interest rate. Retrieved April 15, 2025, from <https://www.focus-economics.com/country-indicator/kazakhstan/interest-rate/>
7. Myroshnychenko, I., Podosynnikov, S., Halynskiy, D., Ushkalov, M., & Chuhai, O. (2024). Regulatory barriers for entrepreneurship and start-ups in renewable energy: Bibliometric analysis. *SocioEconomic Challenges*, 8(3), 181–210. doi: 10.61093/sec.8(3).181-210.2024.
8. Nazim, A., Aidar, M., & Kunduzkul, K. (2025). Investments in renewable energy: Comparative analysis in transitional economies. *Economics of Development*, 24(1), 58–63.
9. Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD). (2024). *Green bonds: Mobilising the debt capital markets for a low-carbon transition*. OECD Publishing.
10. Qamar, S., Ahmad, M., Oryani, B., & Zhang, Q. (2022). Solar energy technology adoption and diffusion by micro, small, and medium enterprises: Sustainable energy for climate change mitigation. *Environmental Science and Pollution Research*, 29, 49385–49403. doi: 10.1007/s11356-022-19406-5.

11. Scarpellini, S., Gimeno, J.Á., Portillo-Tarragona, P., & Llera-Sastresa, E. (2021). Financial resources for the investments in renewable self-consumption in a circular economy framework. *Sustainability*, 13(12), article number 6838. doi: 10.3390/su13126838.
12. Sun, J., Xie, Y., Zhou, S., & Dan, J. (2024). The role of solar energy in achieving net-zero emission and green growth: A global analysis. *Economic Change and Restructuring*, 57, article number 46. doi: 10.1007/s10644-024-09641-w.
13. Tong, T., & Kassenova, G. Y. (2025). Financial tools for managing corporate capitalization in Kazakhstan: a qualitative analysis of strategies, institutions, and market realities. *International Science Journal of Management, Economics & Finance*, 4(3), 75-93.
14. World Bank. (2024). *Green bond impact report 2023*. World Bank Group.
15. World Bank. (2024, March). Republic of Kazakhstan: Financial Sector Assessment Program—Technical Note: Capital Market Development. <https://documents1.worldbank.org/curated/en/099041124104518186/pdf/P18031011e5d4c01d182281c2aed58895de.pdf>