

СРАВНИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫХ МОДЕЛЕЙ ВЕНЧУРНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ: ОПЫТ УЗБЕКИСТАНА И ЗАРУБЕЖНЫХ СТРАН

Обидова Дилафрузхон

МВА (FinTech) в Банковско Финансовой академии Республики Узбекистан.

<https://doi.org/10.5281/zenodo.19500241>

Аннотация. В статье представлен сравнительный анализ институциональных моделей венчурного финансирования в Республике Узбекистан и в ряде зарубежных стран, включая США и Израиль. Рассматриваются особенности становления венчурных рынков, роль государства, а также степень участия частного капитала в инвестиционных процессах. Отдельное внимание уделено текущим реформам в Узбекистане, связанным с внедрением модели «фонд фондов» и расширением инструментов государственной поддержки инновационных проектов.

В результате проведённого анализа выявлены ключевые ограничения национальной модели, в числе которых — низкая активность частного сектора и дефицит проектов на стадии роста (Series A и выше), при том что большинство инициатив находятся на ранней (early stage) стадии развития. На этой основе предложены направления формирования более устойчивой системы венчурного финансирования.

Ключевые слова: венчурное финансирование, стартапы, инвестиции, инновации, фонд фондов, Узбекистан.

Введение

В условиях ускоряющейся цифровой трансформации и роста глобальной технологической конкуренции инновации становятся одним из ключевых факторов, определяющих устойчивость экономического развития и конкурентоспособность стран.

Практика показывает, что государства, обладающие развитой инновационной инфраструктурой и эффективными инструментами финансирования стартапов, как правило, демонстрируют более высокие темпы технологического прогресса и структурных изменений в экономике.

В этой связи венчурное финансирование рассматривается как важный механизм поддержки инновационной деятельности, обеспечивающий доступ к капиталу для компаний на ранних этапах развития. Его специфика заключается в финансировании проектов с высоким уровнем риска и неопределённости, которые, как правило, не получают поддержки со стороны традиционных финансовых институтов.

При этом венчурные инвесторы зачастую вовлечены не только финансово, но и управленчески, оказывая влияние на стратегическое развитие компаний и способствуя их масштабированию.

Международный опыт свидетельствует о том, что результативность венчурного рынка во многом определяется качеством институциональной среды, уровнем развития финансовых рынков, наличием механизмов выхода из инвестиций (IPO, M&A), а также степенью защиты прав инвесторов [1].

В разных странах сформировались различные модели венчурного инвестирования.

В частности, в США доминирует частный капитал, тогда как Израиль демонстрирует успешный пример сочетания государственной поддержки и рыночных инструментов [2].

Для стран с формирующейся экономикой, включая Республику Узбекистан, формирование полноценного венчурного рынка является сложной институциональной задачей. Несмотря на проводимые реформы, рынок по-прежнему находится на этапе становления и характеризуется значительной ролью государства при ограниченном участии частных инвесторов.

Целью данного исследования является сравнительный анализ моделей венчурного финансирования и разработка рекомендаций по совершенствованию системы венчурного инвестирования в Республике Узбекистан.

Обзор литературы

Современные исследования рассматривают венчурное финансирование как один из ключевых инструментов развития инновационной экономики, обеспечивающий доступ к капиталу для высокорисковых проектов на ранних стадиях [1].

Отмечается, что наличие развитых механизмов выхода из инвестиций, таких как IPO и сделки слияний и поглощений, способствует повышению устойчивости венчурного рынка и возвратности вложенных средств [2].

Кроме того, эффективность венчурной экосистемы во многом зависит от качества регулирования, уровня защиты прав инвесторов и степени развитости финансовых рынков [3].

Для стран с формирующейся экономикой характерна активная роль государства на начальных этапах становления венчурного рынка [4]. Вместе с тем избыточное вмешательство может приводить к искажению рыночных стимулов и снижению эффективности инвестиционных процессов [5].

В научной литературе также подчёркивается значение предпринимательской среды и человеческого капитала, которые формируют поток качественных стартап-проектов [6].

Таким образом, эффективная модель венчурного финансирования предполагает соблюдение баланса между государственным стимулированием и развитием рыночной конкуренции.

Вместе с тем в научных исследованиях отсутствует единый подход к оценке роли государства в данной сфере. Одни авторы рассматривают его участие как необходимое условие формирования рынка, другие указывают на риски чрезмерного регулирования. В условиях Узбекистана этот вопрос приобретает особую значимость, что и обуславливает актуальность данного исследования.

Методология исследования

В рамках исследования использованы сравнительный и институциональный подходы, а также проведён анализ действующей нормативно-правовой базы Республики Узбекистан.

Сравнение моделей венчурного финансирования осуществлялось по следующим критериям: роль государства, уровень участия частного капитала, степень зрелости рынка и наличие механизмов выхода из инвестиций.

Особое внимание уделено анализу ключевых нормативных актов, включая Постановление Президента Республики Узбекистан ПП-357 от 14.10.2024 г, ПП-320 от 30.10.2025 и ПП-59 от 11.02.2026, определяющие направления развития модели «фонд фондов» и расширения государственной поддержки инновационных проектов.

Проведённый институциональный анализ показывает, что текущие реформы преимущественно ориентированы на государственное стимулирование, тогда как участие частного сектора остаётся ограниченным [5].

В результате формируется модель, при которой государство одновременно выступает в роли регулятора и инвестора, что сдерживает развитие полноценной рыночной среды.

Применённая методология позволила сопоставить различные модели венчурного финансирования и оценить влияние институциональных изменений на развитие рынка в Узбекистане.

Анализ и обсуждение результатов

Результаты анализа показывают, что эффективность венчурного финансирования определяется не столько объёмом инвестиций, сколько качеством институциональной среды и степенью вовлечённости частного капитала [1].

В Узбекистане венчурный рынок находится на стадии формирования и характеризуется значительной ролью государства. Принятие постановления №ПП-357 от 14.10.2024 стало важным шагом, поскольку предусматривает переход к модели «фонд фондов», в рамках которой государственные средства направляются через венчурные фонды, а не напрямую в стартапы.

Вместе с тем развитие рынка во многом зависит от отдельных крупных сделок.

Существенная доля инвестиций приходится на единичные проекты, в том числе на компанию Uzum, объём вложений в которую составил около 65,5 млн долларов США. Это свидетельствует о низкой диверсификации рынка и его зависимости от ограниченного круга игроков.

На практике данная модель пока не обеспечивает формирование полноценного частного сегмента. Ограниченное число независимых фондов и низкая активность частных инвесторов указывают на то, что механизм «фонд фондов» в большей степени выполняет функцию перераспределения государственных ресурсов.

Принятие постановления №ПП-320 от 30.10.2025 усилило финансовую поддержку за счёт государственных источников, что, с одной стороны, расширяет возможности финансирования, а с другой — может сдерживать приток частного капитала.

Постановление №ПП-59 от 11.02.2026 направлено на повышение прозрачности и координации, однако усиление централизованного управления снижает гибкость инвестиционных решений, что не соответствует природе венчурного рынка.

В совокупности данные факторы формируют модель, в которой государство играет доминирующую роль не только как регулятор, но и как основной инвестор. Это приводит к смещению в сторону административного распределения ресурсов и ограничивает развитие конкурентной среды.

Несмотря на проводимые реформы, текущая модель не создаёт достаточных стимулов для участия частного капитала. Кроме того, ограничения связаны и со структурными особенностями стартап-экосистемы.

По оценкам, доля стартапов, привлекающих венчурное финансирование, остаётся относительно низкой и не превышает 20% от общего числа проектов [6]. Это указывает на разрыв между количеством создаваемых стартапов и их инвестиционной готовностью.

Дополнительно наблюдается дефицит как качественных проектов, так и специалистов с опытом работы в сфере венчурного инвестирования. Также отмечается нехватка венчурного капитала в регионе, оцениваемая в диапазоне 0,5–1,1 млрд долларов США ежегодно [6].

Существенным ограничением развития венчурного рынка является не только недостаток инвестиционно привлекательных проектов, но и нехватка менторов и экспертов, способных сопровождать стартапы на ранних стадиях их развития.

В отличие от Узбекистана, в развитых странах формирование венчурного рынка происходило преимущественно за счёт рыночных механизмов. В США ключевую роль играет частный капитал, это во многом обусловлено наличием развитых механизмов выхода из инвестиций, включая фондовые рынки и сделки слияний и поглощений, что обеспечивает возвратность вложений и стимулирует активность инвесторов. В Израиле государственная поддержка носила временный характер и была направлена на запуск рынка. В частности, реализация программы Yozma сыграла ключевую роль в формировании венчурной индустрии, обеспечив привлечение частного капитала и последующий переход к рыночной модели.

Таким образом, основные ограничения развития венчурного финансирования в Узбекистане носят преимущественно структурный характер. Проблема заключается не только в доступе к финансированию, но и в недостаточном развитии предпринимательской экосистемы.

ТАБЛИЦА 1 Сравнительная характеристика институциональных моделей венчурного финансирования

| Параметр | Узбекистан | США | Израиль |
|-------------------------------|--|-----------------|--------------------------------------|
| Модель развития | Государственно-ориентированная | Рыночная | Переходная (гос → частная) |
| Источник инвестиций | Преимущественно государственные средства | Частный капитал | Частный капитал (после господдержки) |
| Роль государства | Доминирующая | Ограниченная | Стимулирующая (на ранних этапах) |
| Развитость стартап-экосистемы | Ограниченная | Высокая | Очень высокая |
| Основное ограничение | Дефицит качественных проектов и экспертизы | Рыночные риски | Переходный этап развития |

Выводы

Проведённое исследование показывает, что эффективность венчурного финансирования определяется качеством институциональной среды и степенью участия частного капитала.

Проведённый сравнительный анализ, в частности опыт Израиля с программой Yozma и модель США, подтверждает, что устойчивые венчурные экосистемы формируются при доминировании рыночных механизмов и ограниченной, стимулирующей роли государства.

В Узбекистане, несмотря на сформированную нормативную базу и создаваемую инфраструктуру, сформировалась государственно-ориентированная модель, которая недостаточно стимулирует частных инвесторов. Основные ограничения носят структурный характер:

- Доминирование государства: Государство выступает одновременно как регулятор, инвестор и оператор, что подавляет рыночные стимулы и сдерживает приток частного капитала.

- «Разрыв стадий» финансирования: Экосистема производит проекты на ранней стадии, но испытывает острый дефицит в готовых к масштабированию компаниях стадий роста (Series A и выше).

- Дефицит экспертизы: Нехватка квалифицированных управляющих команд, менторов и венчурных профессионалов ограничивает качество проектов и эффективность инвестиций.

Для перехода к устойчивой модели необходимы меры, прямо направленные на устранение выявленных ограничений:

- Развитие частных фондов и механизмов соинвестирования для снижения доминирующей роли государства

- Формирование фондов стадий роста для преодоления "разрыва стадий" финансирования

- Поддержка образовательных и предпринимательских инициатив для устранения дефицита экспертизы

- Стимулирование создания качественных проектов через развитие культуры технологического предпринимательства

Таким образом, стратегической целью является построение сбалансированной экосистемы, где государство создаёт стимулирующие условия и инфраструктуру, а частный капитал обеспечивает рыночный отбор и финансирование проектов.

Список литературы

1. Gompers, P. and Lerner, J. (2021) *The Venture Capital Cycle*. 2nd edn. MIT Press.
2. Metrick, A. and Yasuda, A. (2021) *Venture Capital and the Finance of Innovation*. 2nd edn. Wiley.
3. Cumming, D. and Johan, S. (2021) *Venture Capital and Private Equity Contracting*. Academic Press.
4. Cumming, D. (2022) *Venture Capital and Private Equity: A Casebook*. Wiley, 2022

5. Cumming, D., Knill, A. and Syvrud, K. (2022) 'Government policy and venture capital', *Journal of Corporate Finance*, 75, p. 102234
6. RISE Research (2026) *Startups and Venture Capital in Central Asia*. RISE Research.