

AKTUAR MOLIYA VA BUXGALTERIYA HISOBI ILMIY JURNALI

Vol. 6 Issue 10 | **pp.** 272-285 | **ISSN**: 2181-1865
Available online https://finance.tsue.uz/index.php/afa

ВЛИЯНИЕ СТРУКТУРЫ СОБСТВЕННОСТИ НА ДОХОДНОСТЬ И РИСКИ КОММЕРЧЕСКИХ БАНКОВ УЗБЕКИСТАНА



С.С. Алиева
к.э.н., доцент, Самаркандский институт экономики и сервиса

Аннотация. *В исследовании оценивается, объясняет ли модель корпоративного управления банком, определяемая через структуру собственности и контроля, различия в доходности и рисках крупнейших коммерческих банков Узбекистана на активном этапе банковской реформы.*

Эмпирическую базу составляет сбалансированная панель 20 крупнейших банков за 2024 и 2025 финансовые годы (40 наблюдений «банк-год»), сформированная на основе опубликованных показателей отдельных банков по данным Центрального банка Республики Узбекистан. Банки разделены на три модели: с государственным контролем (9), частные отечественные (8) и с иностранным стратегическим собственником (3). Межгрупповые сравнения проводятся с помощью критерия Манна-Уитни; многомерный анализ выполнен методом объединенного МНК (pooled OLS) с кластеризованными по банкам стандартными ошибками и контролем размера, капитализации и года, дополнен медианной регрессией и оценкой на выборке без выбросов.

Работа связывает международную литературу по корпоративному управлению в банках с новыми данными по отдельным банкам Узбекистана, где государство сокращает свое присутствие в банковском секторе в рамках Стратегии реформирования банковской деятельности на 2020-2025 годы [2]. Результаты обосновывают продолжение приватизации в сочетании с независимостью наблюдательных советов, расширением полномочий комитетов по рискам и ответственностью менеджмента на основе KPI в банках, остающихся под контролем государства.

Ключевые слова: *корпоративное управление; банки; государственная собственность; наблюдательный совет; финансовые результаты; кредитный риск.*

Annotatsiya. *Tadqiqotda mulkchilik va nazorat tuzilmasi orqali belgilanadigan korporativ boshqaruv modeli bank islohotlarining faol bosqichida O‘zbekistondagi eng yirik tijorat banklarining daromadliligi va risklari o‘rtasidagi tafovutlarni qay darajada izohlay olishi baholangan.*

O‘zbekiston Respublikasi Markaziy banki ma’lumotlari bo‘yicha alohida banklarning e’lon qilingan ko‘rsatkichlari asosida 2024 va 2025-moliya yillari uchun shakllantirilgan 20 ta eng yirik bankning muvozanatlashgan paneli (40 ta “bank-yil” kuzatuvi) tadqiqotning empirik bazasini tashkil etadi. Banklar uchta modelga ajratilgan: davlat nazorati ostidagi (9 ta), xususiy mahalliy (8 ta) va xorijiy strategik mulkdorga ega banklar (3 ta). Guruhlararo taqqoslashlar Mann-Uitni mezoni yordamida o‘tkazilgan; ko‘p o‘lchovli tahlil esa banklar bo‘yicha klasterlangan standart xatoliklar hamda bank hajmi, kapitallashuvi va yil ko‘rsatkichlari nazoratga olingan holda

umumlashtirilgan eng kichik kvadratlar usuli (pooled OLS) orqali bajarilib, mediana regressiyasi va anomal qiymatlardan tozalangan tanlanma bo'yicha baholash bilan to'ldirilgan.

Ushbu tadqiqot banklarda korporativ boshqaruv bo'yicha xalqaro adabiyotlarni O'zbekistonning ayrim banklariga oid yangi ma'lumotlar bilan o'zaro bog'laydi, zero mamlakatda 2020-2025-yillarga mo'ljallangan Bank tizimini isloh qilish strategiyasi doirasida bank sektoridagi davlat ulushi qisqartirilmoqda [2]. Olingan natijalar xususiylashtirish jarayonini davom ettirish, shu bilan birga, davlat nazorati ostida qolayotgan banklarda kuzatuv kengashlarining mustaqilligini ta'minlash, risklar bo'yicha qo'mitalarning vakolatlarini kengaytirish hamda KPI asosida rahbariyat javobgarligini oshirish zarurligini asoslab beradi.

Kalit so'zlar: *korporativ boshqaruv; banklar; davlat mulki; kuzatuv kengashi; moliyaviy natijalar; kredit riski.*

Abstract. *The study evaluates whether the bank's corporate governance model, defined through ownership and control structures, explains the differences in profitability and risks among Uzbekistan's largest commercial banks during the active phase of banking reform.*

The empirical basis consists of a balanced panel of 20 largest banks for 2024 and 2025 financial years (40 "bank-year" observations), formed on the basis of published indicators of individual banks according to the Central Bank of the Republic of Uzbekistan. Banks are divided into three models: state-controlled (9), private domestic (8), and with a foreign strategic owner (3). Intergroup comparisons are conducted using the Mann-Whitney test; the multidimensional analysis was performed using the pooled OLS method with clustered standard errors across banks and control of size, capitalization, and year, supplemented by median regression and estimation on a sample without emissions.

The work links international literature on corporate governance in banks with new data on individual banks in Uzbekistan, where the state is reducing its presence in the banking sector as part of the Banking Reform Strategy for 2020-2025 [2]. The results justify the continuation of privatization in conjunction with the independence of supervisory boards, the expansion of risk committee powers, and KPI-based management responsibility in banks remaining under state control.

Keywords: *corporate governance; banks; state property; supervisory board; financial results; credit risk.*

ВВЕДЕНИЕ

Банки отличаются от обычных акционерных обществ рядом особенностей, которые делают их корпоративное управление предметом общественного интереса. Их обязательства в основном представлены краткосрочными депозитами, активы - непрозрачными кредитами, а их банкротство способно распространиться через платежную систему. Поэтому качество корпоративного управления в банке затрагивает не только акционеров, но и вкладчиков, фонд гарантирования вкладов и в конечном счете государственный бюджет. Мировой финансовый кризис 2007-2009 гг. превратил это наблюдение в норму регулирования: Базельский комитет по банковскому надзору пересмотрел свои рекомендации и в 2015 г. выпустил «Принципы корпоративного управления для банков», которые ставят надзор за рисками в центр обязанностей совета директоров.

В Узбекистане этот вопрос имеет свою специфику. На протяжении большей части периода независимости банковская система строилась вокруг государственных

банков, финансировавших государственные предприятия и правительственные программы на льготных условиях. А.А. Темиров (2022) отмечает, что на старте реформы 13 из 31 банка имели государственное участие и на них приходилось более 85% совокупных активов [29]. Указом Президента № УП-5992 от 12 мая 2020 г. утверждена Стратегия реформирования банковской системы на 2020-2025 годы, поставившая две взаимосвязанные цели: сократить долю государства посредством приватизации и улучшить корпоративное управление в банках, остающихся государственными [2]. Закон № ЗРУ-580 от 5 ноября 2019 г. «О банках и банковской деятельности» и положение Центрального банка «О корпоративном управлении в коммерческих банках» создали для этой повестки правовую основу [1].

К концу 2025 г. реформа дала как заметные результаты, так и обнаружила заметные ограничения. Ипотека-банк был продан венгерскому OTP Bank, в наблюдательные советы государственных банков введены независимые члены, а Узпромстройбанк (SQB) в апреле 2025 г. избрал совет, в котором семь из девяти членов являются независимыми. Вместе с тем девять государственных банков на конец 2025 г. по-прежнему концентрировали 63,5% активов и 60,2% капитала сектора, а в 2024 г. два из них - Банк развития бизнеса и Микрокредитбанк - отразили крупные убытки, вызванные формированием резервов по проблемным корпоративным кредитам. Сосуществование реформированных и нереформированных моделей управления в рамках одного рынка создает естественные условия для проверки того, как корпоративное управление связано с финансовыми результатами и рисками.

Эмпирические исследования по Узбекистану до сих пор были сосредоточены на детерминантах доходности [8], проблемных кредитах [19] или на переменных корпоративного управления только внутри государственного сегмента [28]. Сравнительных данных, сопоставляющих государственные, частные отечественные и иностранные банки на новейших данных пореформенного периода, недостаточно.

ЛИТЕРАТУРНЫЙ ОБЗОР

Отправной точкой исследований корпоративного управления служит агентская проблема между собственниками и менеджерами, описанная М. Дженсеном и У. Меклингом (1976) [20]. В банках эта проблема осложняется вторым конфликтом **-** между акционерами и кредиторами. Поскольку собственный капитал невелик, а вклады застрахованы, акционеры выигрывают от принятия рисков, тогда как убытки перекладываются на вкладчиков и систему защиты. Дж. Мэйси и М. О'Хара (2003) утверждают, что по этой причине члены совета директоров банка несут более широкую обязанность должной заботливости, чем директора нефинансовых компаний, и должны учитывать интересы кредиторов [24]. Р. Левин (2004) добавляет еще две особенности: банки непрозрачны, что ослабляет рыночную дисциплину, и жестко регулируются, что может замещать или вытеснять внутреннее корпоративное управление [23]. Я. де Хаан и Р. Влаху (2016) в своем обзоре приходят к выводу, что стандартные рекомендации по корпоративному управлению, ориентированные на акционерную стоимость, нельзя переносить на банки без корректировки [15].

А.А. Темиров (2022) применяет эти аргументы к Узбекистану [29]. Он подчеркивает, что вкладчики предоставляют большую часть ресурсов местных банков, но практически не имеют голоса в их управлении, что Центральный банк выступает фактическим участником корпоративных отношений и что слабость риск-менеджмента в банках развивающихся рынков - это прежде всего проблема корпоративного управления. Проведенный им обзор десяти банков Узбекистана показал, что во всех из них имелись комитеты по аудиту и рискам, тогда как комитеты по назначениям, вознаграждениям и корпоративному управлению присутствовали неравномерно.

Данные о роли советов директоров неоднозначны и зависят от изучаемого показателя. Р. Адамс и Х. Мехран (2012) на длинной панели крупных американских банковских холдингов показывают, что более многочисленные советы не связаны с худшими результатами, и объясняют это сложностью банковских организаций [4]. П. де Андрес и Э. Валлеладо (2008) получают перевернутую U-образную зависимость между размером совета и стоимостью для международных банков и аналогичную закономерность для доли неисполнительных директоров [14]. Ш. Патан (2009) показывает, что советы, сильнее представляющие интересы акционеров, связаны с более высоким принятием рисков банком, тогда как влияние генерального директора его снижает [27]. Дж. Каприо, Л. Левен и Р. Левин (2007) документируют, что концентрированная собственность на денежные потоки повышает рыночную оценку банков и что правовая защита миноритарных акционеров имеет значение [13].

Применительно к Узбекистану Й. Пулатов и Б. Исламов (2025) оценивают модели с фиксированными эффектами для государственных банков и обнаруживают, что государственная собственность связана с большей финансовой устойчивостью, тогда как более многочисленные комитеты по аудиту, как правило, снижают эффективность [28]. Их результат иллюстрирует, что формальные атрибуты корпоративного управления могут действовать иначе в системе с доминированием государства.

Кризис 2007-2009 гг. стал естественной проверкой механизмов корпоративного управления. А. Белтратти и Р. Штульц (2012) установили, что банки с более «дружественными к акционерам» советами показали худшие результаты в период кризиса, поскольку такие советы поощряли принятие рисков накануне него [11]. Д. Эркенс, М. Хунг и П. Матос (2012) получают аналогичный результат для компаний с более независимыми советами и более высокой долей институциональных инвесторов [17]. Р. Фаленбрах и Р. Штульц (2011) показывают, что генеральные директора, чьи интересы были лучше согласованы с интересами акционеров, не продемонстрировали лучших результатов в кризис [18]. Л. Левен и Р. Левин (2009) доказывают, что влияние регулирования на риск банка зависит от его структуры собственности [22]. Таким образом, литература о кризисе показывает, что корпоративное управление, нацеленное исключительно на акционерную стоимость, способно повышать уязвимость.

Противоположное справедливо для управления рисками. А. Эллул и В. Еррамилли (2013) строят индекс риск-менеджмента для американских банковских

холдингов и обнаруживают, что банки с более сильной и независимой функцией управления рисками имели меньший хвостовой риск и меньший объем проблемных кредитов [16]. В. Эби, Дж. Сабато и М. Шмид (2012) показывают, что банки, в которых директор по рискам подчинялся непосредственно совету, продемонстрировали значительно лучшие результаты в период кризиса [6]. Д. Ангинер, А. Демиргюч-Кунт, Х. Хейзинга и К. Ма (2018) на международной выборке устанавливают, что «дружественное к акционерам» управление повышает риск банков и что этот эффект сильнее всего проявляется в странах с щедрыми системами защиты [7]. Эти исследования легли в основу Базельских принципов (BCBS, 2015), которые требуют создания отдельного комитета совета по рискам и наличия независимого директора по рискам [10].

Второе направление касается собственности, которая на развивающихся рынках является главным фактором, определяющим модель корпоративного управления. Р. Ла Порта, Ф. Лопес-де-Силанес и А. Шлейфер (2002) показывают, что высокая доля государственной собственности в банках связана с более медленным финансовым развитием и более низким ростом производительности, и интерпретируют это с позиций «политического подхода», согласно которому государственные банки преследуют цели политиков [21]. А. Микко, У. Паницца и М. Яньес (2007) обнаруживают, что государственные банки в развивающихся странах имеют более низкую доходность и более высокие издержки, причем разрыв увеличивается в годы выборов [25]. Дж. Бонин, И. Хасан и П. Вахтель (2005), изучая страны с переходной экономикой, отмечают, что наиболее эффективны банки с иностранным капиталом, государственные банки не являются значимо менее эффективными, чем частные отечественные, а сама по себе приватизация не гарантирует улучшения [12].

В Узбекистане М. Анварова и О. Исаков (2022) анализируют 32 банка за 2017-2021 гг. и устанавливают, что государственная собственность и операционные расходы оказывают отрицательное и статистически значимое влияние на ROA и ROE [8]. А. Омонов (2022) также отмечает, что рентабельность активов и капитала высока в частных банках и значительно ниже в банках с большой долей государства [26]. О. Исаков (2024) исследует проблемные кредиты в банках Узбекистана и связывает качество активов с факторами, специфичными для банка, и макроэкономическими факторами [19]. Д. Бабасян, Ю. Гу и М. Мелецки (2023), сравнивая Узбекистан со странами, раньше прошедшими переходный период, приходят к выводу, что государственные банки пользуются привилегированным доступом к долгосрочному фондированию и вливаниям капитала, что сдерживает конкуренцию, а корпоративное управление государственными банками в широком смысле является политико-экономическим фактором, замедляющим трансформацию сектора [9].

Обзор демонстрирует широкое согласие по двум позициям: государственный контроль, как правило, снижает доходность, а управление, ориентированное на риски, снижает риск, тогда как управление, ориентированное на акционеров, может его повышать. Данные по Узбекистану в основном ограничены периодом до 2022 г. или государственным сегментом. На дореформенных данных проверяются следующие гипотезы:

- **H1.** Банки под государственным контролем демонстрируют более низкую доходность (ROA, ROE), чем частные отечественные и иностранные банки, с учетом размера, капитализации и года.
- **H2.** Банки под государственным контролем имеют более слабый профиль риска, что проявляется в большей частоте убытков, более низкой капитализации и более низком показателе платежеспособности с поправкой на риск.
- **H3.** Более высокая капитализация как буфер, формируемый корпоративным управлением, связана с более высокой доходностью во всех моделях управления.

МЕТОДОЛОГИЯ ИССЛЕДОВАНИЯ

Выборка охватывает 20 крупнейших по совокупным активам коммерческих банков Узбекистана за 2024 и 2025 финансовые годы. Одни и те же 20 банков присутствуют в обоих годах, что дает сбалансированную панель из 40 наблюдений «банк-год». На них приходится подавляющая часть активов сектора: их совокупные активы составили 56,8 млрд долл. США на конец 2024 г. при 59,5 млрд долл. по сектору в целом и 72,1 млрд долл. на конец 2025 г. при 76,9 млрд долл. [31; 32]

Совокупные активы, собственный капитал, чистая прибыль, ROA и ROE отдельных банков в долларах США взяты из отраслевых обзоров, опубликованных в годовых бизнес-планах KDB Bank Uzbekistan на 2025 и 2026 гг., которые составлены по данным Центрального банка Республики Узбекистан. В этих таблицах ROA и ROE рассчитаны как отношение чистой прибыли к средней величине совокупных активов и собственного капитала на начало и конец периода соответственно. Агрегированные показатели сектора взяты из тех же источников и из индекса банковской активности Центра экономических исследований и реформ (ЦЭИР). Статус собственности определен по раскрытиям банков и открытым сведениям о приватизации; Ипотека-банк рассматривается как банк с иностранным контролем в оба года, поскольку его продажа OTP Bank завершена в 2023 г. [31; 32]

Выделяются три модели корпоративного управления:

Модель управления	**Банки выборки**	**Основные черты корпоративного управления**
С государственным контролем (9)	Национальный банк Узбекистана, Узпромстройбанк (SQB), Агробанк, Асакабанк, Халк банк, Банк развития бизнеса, Микрокредитбанк, Алокабанк, Туронбанк	Наблюдательный совет назначается государством как акционером; независимые члены вводятся с 2020 г.; система KPI для менеджмента; мандаты на директивное кредитование
Частные отечественные (8)	Капиталбанк, Хамкорбанк, Ипак Йули банк, Ориент Финанс банк, Инфинбанк, Трастбанк, Анорбанк, Давр банк	Концентрированная частная собственность; Наблюдательные советы, ориентированные на прибыль; отсутствие директивных мандатов
С иностранным стратегическим собственником (3)	Ипотека-банк (OTP Group), KDB Bank Uzbekistan (Korea Development Bank), TBC Bank (TBC Group)	Стандарты корпоративного управления и управления рисками уровня группы, транслируемые материнским

		банком

Классификация соответствует официальному числу девяти государственных банков в секторе на конец 2024 и 2025 гг. [31; 32]

Переменная	**Определение**	**Роль**
ROA, %	Чистая прибыль / средние совокупные активы	Результативность
ROE, %	Чистая прибыль / средний собственный капитал	Результативность
EQA, %	Собственный капитал / совокупные активы на конец года	Буфер капитала, риск
Loss	1, если чистая прибыль < 0	Рисковое событие
Z	(среднее ROA + среднее EQA) / стандартное отклонение ROA	Платежеспособность с поправкой на риск
State	1 для банков с государственным контролем	Модель управления
Foreign	1 для банков с иностранным контролем	Модель управления
lnA	Натуральный логарифм совокупных активов, млн долл. США	Контрольная
Y25	1 для 2025 ф.г.	Эффект года

Показатель Z рассчитывается на уровне группы, поскольку двух лет на банк недостаточно для оценки волатильности отдельного банка. Он показывает, сколько стандартных отклонений ROA необходимо потерять, чтобы исчерпать собственный капитал.

Исследование проводится в три этапа. Сначала модели управления сравниваются по медианам, средним значениям и разбросу, а различия между государственными и негосударственными банками проверяются с помощью U-критерия Манна-Уитни, не требующего нормальности распределения. Затем методом объединенного МНК оценивается следующая модель:

где Y - ROA или ROE банка i в году t; базовой группой выступают частные отечественные банки. Стандартные ошибки кластеризованы по банкам, чтобы учесть корреляцию двух наблюдений каждого банка. На третьем этапе устойчивость результатов проверяется с помощью медианной (квантиль 0,5) регрессии и повторной оценки модели без двух экстремальных убыточных наблюдений 2024 г. (ROA ниже -5%).

АНАЛИЗ И РЕЗУЛЬТАТЫ

Модель корпоративного управления разделяет крупнейшие банки на два явно различающихся режима результативности. Банки с государственным контролем концентрируют 68,6% активов выборки в 2024 г. и 67,7% в 2025 г., но формируют значительно меньшую долю прибыли. Рисунок 1 показывает, что каждый частный отечественный банк имел положительную ROA в оба года, тогда как семь из девяти государственных банков даже в 2025 г. оставались ниже 1,5%.

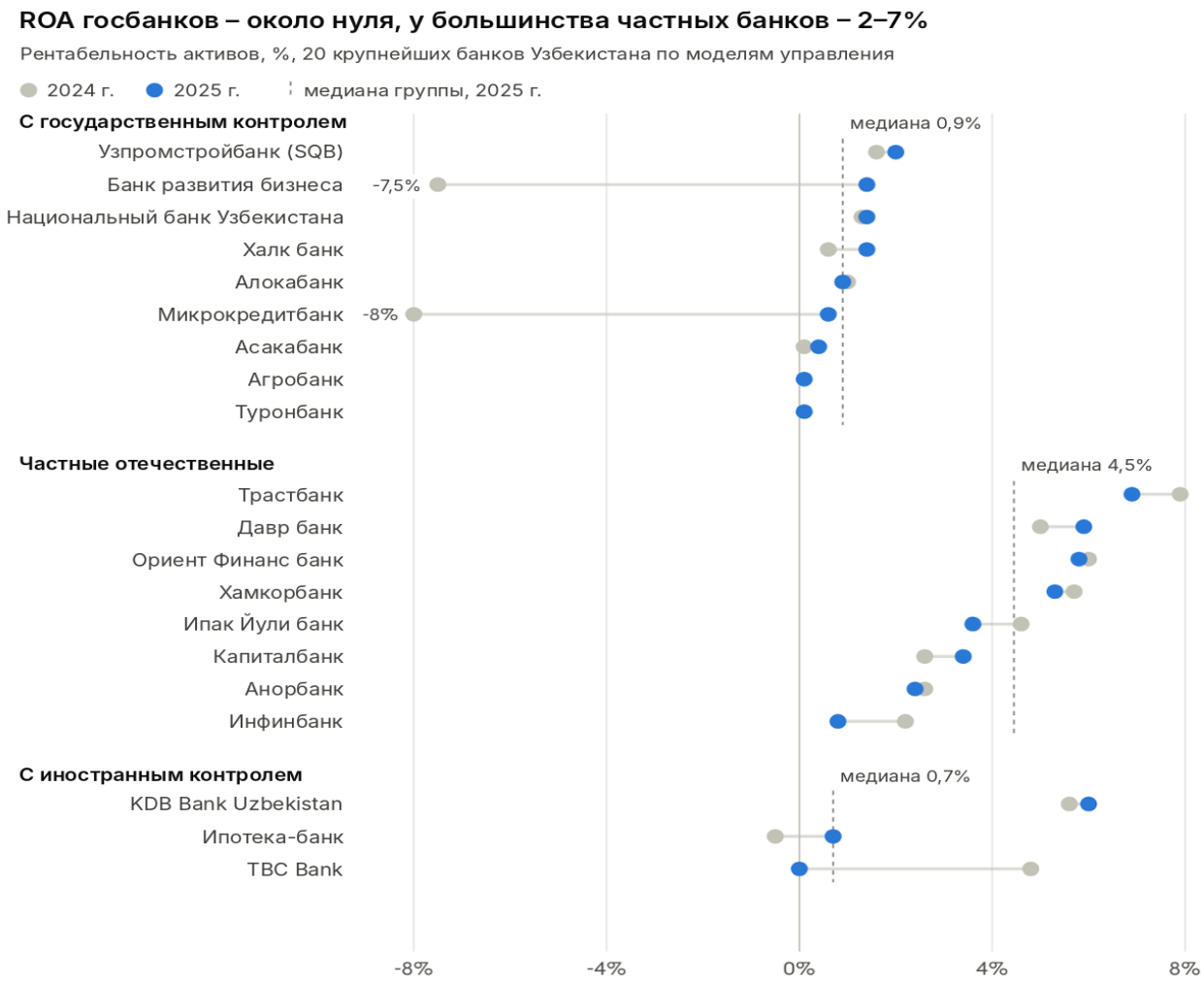


Рисунок 1. Источник: бизнес-планы KDB Bank Uzbekistan на 2025 и 2026 гг., составленные по данным Центрального банка Республики Узбекистан; классификация по собственности - автора · 20 банков, 2024- 2025 гг. [31; 32]

Два экстремальных наблюдения - Банк развития бизнеса (-7,5%) и Микрокредитбанк (-8,0%) в 2024 г. - представляют собой убытки, которые оба банка объяснили формированием резервов по просроченным корпоративным кредитам. В 2025 г. оба банка вернулись к небольшой прибыли, чем и объясняется бóльшая часть улучшения показателей государственной группы между двумя годами.

Таблица 1.

Описательная статистика по моделям корпоративного управления

Модель, год	Банков	Доля в активах выборки, %	ROA, медиана, %	ROA, среднее, %	ROA, ст. откл.	ROE, медиана, %	Капитал / активы, %	Агрегированная чистая прибыль / активы, %	Убыточных банков
Государственные,	9	68,6	0,1	-1,19	3,76	1,2	13,9	-0,07	2

2024									
Государственные, 2025	9	67,7	0,9	0,92	0,67	7,3	14,1	0,94	0
Частные отечественные, 2024	8	21,6	4,8	4,58	2,00	30,0	15,8	3,88	0
Частные отечественные, 2025	8	22,8	4,5	4,26	2,06	27,5	16,3	3,57	0
С иностранным контролем, 2024	3	9,8	4,8	3,30	3,32	18,4	19,3	0,90	1
С иностранным контролем, 2025	3	9,5	0,7	2,23	3,28	5,3	16,8	1,27	0

Источник: расчеты автора. Агрегированное отношение чистой прибыли к активам - сумма чистой прибыли группы, деленная на сумму активов на конец года.

Группа банков с иностранным контролем неоднородна. KDB Bank Uzbekistan входит в число наиболее прибыльных банков в оба года (ROA 5,6% и 6,0%), тогда как Ипотека-банк, приватизированный в 2023 г., перешел от убытка в 2024 г. к ROA 0,7% в 2025 г., а TBC Bank отразил нулевую чистую прибыль в 2025 г. [31; 32]

При объединении двух лет разрыв между государственными и негосударственными банками оказывается большим и статистически значимым для обоих показателей доходности (табл. 2).

Таблица 2.

Банки с государственным контролем и негосударственные банки, объединенные данные за 2024-2025 гг. [31; 32]

Показатель	Государственные (n = 18)	Негосударственные (n = 22)	p-значение (Манн-Уитни)
ROA, медиана, %	0,6	4,7	< 0,001
ROA, среднее, %	-0,13	3,97	
ROE, медиана, %	3,7	27,5	< 0,001
ROE, стандартное отклонение	19,7	11,4	
Капитал / активы, среднее, %	14,0	16,6	0,059
Убыточные наблюдения	2 из 18	1 из 22	
Z (платежеспособность с поправкой на риск)	4,9	8,8	

Показатели риска подтверждают эту картину. Государственные банки имеют меньше собственного капитала на единицу активов, разброс их ROE примерно в 1,7 раза больше, а показатель платежеспособности с поправкой на риск примерно вдвое ниже, чем у негосударственных банков. Иными словами, государственному банку выборки достаточно потерять около 4,9 стандартного отклонения ROA, чтобы исчерпать капитал, тогда как негосударственному - 8,8. Данные на уровне сектора указывают в том же направлении: по данным Центрального банка, на 1 июня 2026 г. средний уровень проблемных кредитов (NPL) составлял 4,0% в государственных банках против 3,2% в частных и иностранных, а на государственные банки приходилось 16,7 трлн из 23,6 трлн сумов проблемных кредитов системы.

В таблице 3 представлены результаты регрессионного анализа. Базовая группа - частные отечественные банки.

Таблица 3.

Влияние модели корпоративного управления на доходность банков

Переменная	**(1) ROA, МНК**	**(2) ROE, МНК**	**(3) ROA, медианная регрессия**	**(4) ROA, МНК, усеченная выборка**	**(5) ROE, МНК, усеченная выборка**
Государственные	-4,259*** (1,211)	-28,966*** (6,989)	-2,846***	-2,715***	-18,826***
Иностранные	-2,246 (1,437)	-14,005 (9,464)	-2,800***	-2,216*	-13,759
lnA	0,339 (0,711)	3,072 (4,273)	-0,371	-0,262	-0,780
EQA	0,295*** (0,051)	0,656** (0,334)	0,300***	0,285***	0,569*
Y25	0,586 (0,596)	4,140 (4,300)	0,083	-0,134	-0,749
Константа	-3,096 (5,488)	-8,166 (33,405)	2,344	1,826	23,908
Наблюдений	40	40	40	38	38
R^2	0,562	0,464		0,744	0,632

*Примечания: в столбцах (1) и (2) в скобках приведены стандартные ошибки, кластеризованные по банкам. В столбцах (4) и (5) исключены два наблюдения 2024 г. с ROA ниже -5%. *** p < 0,01, ** p < 0,05, * p < 0,10.*

Выделяются три результата. Во-первых, коэффициент государственного контроля отрицателен и значим на 1%-ном уровне во всех спецификациях. Эффект для ROA составляет от -2,7 до -4,3 процентного пункта, для ROE - от -19 до -29 п.п.; исключение двух экстремальных убытков уменьшает его величину, но не значимость, т.е. разрыв носит структурный характер, а не обусловлен двумя проблемными банками. Во-вторых, размер не оказывает самостоятельного влияния при контроле

собственности: отрицательная парная корреляция между размером и ROA (ϱ Спирмена = -0,47) исчезает, поскольку крупнейшие банки в основном находятся под государственным контролем. В-третьих, капитализация положительно связана с доходностью во всех моделях: каждый дополнительный процентный пункт отношения капитала к активам связан с увеличением ROA примерно на 0,3 п.п. Коэффициент иностранного контроля отрицателен, но значим только в медианной регрессии и на усеченной выборке, что отражает малочисленность и неоднородность иностранной группы.

Таким образом, гипотеза H1 подтверждается, H2 подтверждается в части капитализации, разброса доходности, платежеспособности и качества активов, H3 подтверждается. Разрыв в доходности между государственными и негосударственными банками согласуется с «политическим подходом» к государственной собственности [19] и с межстрановыми данными о том, что государственные банки в развивающихся экономиках имеют более низкую доходность [25]. Он также подтверждает на пореформенных данных более ранние выводы М. Анваровой и О. Исакова (2022) за 2017-2021 гг. [8] и наблюдения А. Омонова (2022) [26]. Сохранение разрыва после пяти лет реформ свидетельствует о том, что изменения в корпоративном управлении государственными банками, внедряемые с 2020 г., пока не устранили его первопричину, которую Д. Бабасян и соавт. (2023) видят в связке государственных банков с государственными предприятиями, привилегированном фондировании и ожиданиях поддержки капиталом [9]. Полученный результат не противоречит выводам Й. Пулатова и Б. Исламова (2025), согласно которым государственная собственность поддерживает устойчивость внутри государственного сегмента [28]. Внутри этого сегмента государство выступает гарантом последней инстанции, и в 2025 г. оба убыточных банка вернулись к прибыли. Однако при сравнении между сегментами такая поддержка сочетается с меньшими буферами капитала, более волатильной доходностью и более высоким уровнем проблемных кредитов. Устойчивость в этом смысле обеспечивается извне банка, а не создается его собственным корпоративным управлением. Положительная роль капитализации согласуется с литературой по управлению рисками. Банки, чьи советы поддерживают более высокий уровень капитала, располагают большим запасом для поглощения убытков и более низкой стоимостью фондирования, что повышает, а не снижает доходность. Неоднозначный результат для банков с иностранным контролем близок к выводу Дж. Бонина и соавт. (2005) о том, что личность собственника важна меньше, чем качество институтов, которые он привносит: группа объединяет высокодоходную дочернюю структуру банка развития и недавно приватизированный бывший государственный банк, который все еще реструктурирует свой портфель [12]. Литература о кризисе [7; 11] предупреждает, что управление, ориентированное исключительно на доходность акционеров, может повышать риск. Частные банки выборки сочетают высокую доходность со стабильными результатами и наиболее высокими значениями Z, поэтому на данном этапе нет признаков того, что их доходность достигается ценой чрезмерного риска. Тем не менее быстрый рост розничного кредитования делает этот вопрос предметом надзорного мониторинга.

1. *Продолжать приватизацию с привлечением стратегических инвесторов.* Цель сокращения числа государственных банков до четырех к 2030 г. подкрепляется полученными данными. Пример Ипотека-банка показывает, что смена собственника не улучшает результаты немедленно, поэтому договоры приватизации должны включать обязательства по корпоративному управлению и очистке портфеля.

2. *Укреплять Наблюдательные советы оставшихся государственных банков.* Модель, примененная в SQB, где независимые члены составляют большинство и возглавляют совет, должна стать стандартом. Комитеты совета по рискам и аудиту должны возглавляться независимыми членами с банковским опытом в соответствии с BCBS (2015) [10].

3. *Разделить политическое (директивное) и коммерческое кредитование.* Директивное кредитование следует обособить, прозрачно оценивать и при необходимости компенсировать из бюджета, чтобы KPI менеджмента отражали коммерческие результаты.

4. Обеспечить функции управления рисками прямой выход на совет. С учетом выводов В. Эби и соавт. (2012) и А. Эллула и В. Еррамилли (2013) директор по рискам должен подчиняться комитету совета по рискам, а риск-аппетит - утверждаться и контролироваться советом [5].

5. *Расширить раскрытие информации о корпоративном управлении.* Ежегодное раскрытие состава совета, деятельности комитетов, кредитования связанных сторон и вознаграждений позволило бы инвесторам и исследователям оценивать корпоративное управление напрямую, а не только через структуру собственности [30].

Исследование охватывает два года и 20 банков, что ограничивает статистическую мощность и не позволяет включить фиксированные эффекты банков, поскольку собственность в течение периода практически не меняется. Собственность является широким косвенным показателем корпоративного управления; прямые показатели советов, такие как доля независимых членов, число заседаний или наличие комитета по рискам, не были доступны единообразно по всем банкам. Уровень проблемных кредитов по отдельным банкам не включен, поэтому качество активов оценивается только на уровне сектора. Расширение панели до 2019-2025 гг. и дополнение ее собранными вручную данными о советах из годовых отчетов позволит провести более строгую проверку, включая влияние приватизации на один и тот же банк во времени.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Эффективность корпоративного управления в банках Узбекистана по-прежнему определяется прежде всего тем, кто контролирует банк. В 2024-2025 гг. девять банков с государственным контролем из 20 крупнейших концентрировали около двух третей активов выборки, но имели медианную ROA 0,6% и медианную ROE 3,7% против 4,7% и 27,5% у негосударственных банков. С учетом размера, капитала и года государственный контроль снижает ROA на 2,7-4,3 процентного пункта и ROE на 19-29 п.п., и этот результат сохраняется в медианной регрессии и без двух крупнейших убытков. С точки зрения риска государственные банки имеют более тонкий слой капитала, более волатильную доходность, более низкий

показатель платежеспособности с поправкой на риск и, на уровне сектора, более высокий уровень проблемных кредитов.

Меры реформы 2020-2025 гг., включая введение независимых членов советов, KPI для менеджмента и первые приватизации, создали институциональную основу для улучшения корпоративного управления, однако их влияние на результаты пока не проявляется во всем государственном сегменте. Следующий этап должен сочетать дальнейшую приватизацию с привлечением стратегических инвесторов, независимость советов и полномочия комитетов по рискам в банках, остающихся государственными, отделение директивного кредитования от коммерческой деятельности и более полное раскрытие информации о корпоративном управлении. В дальнейших исследованиях следует напрямую измерять характеристики деятельности Наблюдательных советов и отслеживать приватизированные банки на более длительном отрезке времени.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ:

1. Закон Республики Узбекистан от 05.11.2019 № ЗРУ-580 «О банках и банковской деятельности».
2. Указ Президента Республики Узбекистан от 12.05.2020 № УП-5992 «О Стратегии реформирования банковской системы Республики Узбекистан на 2020-2025 годы».
3. Положение «О корпоративном управлении в коммерческих банках», утвержденное Центральным банком Республики Узбекистан, зарегистрировано Министерством юстиции 30.06.2020, № 3254.
4. Adams, R. B., & Mehran, H. (2012). Bank board structure and performance: Evidence for large bank holding companies. // Journal of Financial Intermediation, 21(2), 243-267.
5. Aebi, V., Sabato, G., & Schmid, M. (2012). Risk management, corporate governance, and bank performance in the financial crisis. // Journal of Banking & Finance, 36(12), 3213-3226.
6. Alieva S. S., Urunova M. G. Theoretical Fundamentals of Improving Financial Health in Enterprises. – 2023.
7. Anginer, D., Demirgüç-Kunt, A., Huizinga, H., & Ma, K. (2018). Corporate governance of banks and financial stability. // Journal of Financial Economics, 130(2), 327-346.
8. Anvarova, M., & Isakov, O. (2022). Impact of government ownership on banks' profitability: Empirical evidence from commercial banks in Uzbekistan. // Journal of Economics and Financial Analysis, 6(1), 37-53. https://doi.org/10.1991/jefa.v6i1.a50
9. Babasyan, D., Gu, Y., & Melecky, M. (2023). Late banking transitions: Comparing Uzbekistan to earlier reformers. World Development Perspectives, 30, 100493. https://doi.org/10.1016/j.wdp.2023.100493
10. Basel Committee on Banking Supervision (2015). Corporate governance principles for banks. Basel: Bank for International Settlements. bis.org
11. Beltratti, A., & Stulz, R. M. (2012). The credit crisis around the globe: Why did some banks perform better? // Journal of Financial Economics, 105(1), 1-17.
12. Bonin, J. P., Hasan, I., & Wachtel, P. (2005). Bank performance, efficiency and ownership in transition countries. // Journal of Banking & Finance, 29(1), 31-53.
13. Caprio, G., Laeven, L., & Levine, R. (2007). Governance and bank valuation. // Journal of Financial Intermediation, 16(4), 584-617.
14. de Andres, P., & Vallelado, E. (2008). Corporate governance in banking: The role of the board of directors. // Journal of Banking & Finance, 32(12), 2570-2580.

15. de Haan, J., & Vlahu, R. (2016). Corporate governance of banks: A survey. // Journal of Economic Surveys, 30(2), 228-277.

16. Ellul, A., & Yerramilli, V. (2013). Stronger risk controls, lower risk: Evidence from U.S. bank holding companies. Journal of Finance, 68(5), 1757-1803.

17. Erkens, D. H., Hung, M., & Matos, P. (2012). Corporate governance in the 2007-2008 financial crisis: Evidence from financial institutions worldwide. // Journal of Corporate Finance, 18(2), 389-411.

18. Fahlenbrach, R., & Stulz, R. M. (2011). Bank CEO incentives and the credit crisis. // Journal of Financial Economics, 99(1), 11-26.

19. Isakov, O. (2024). Factors affecting non-performing loans: Empirical evidence from commercial banks in Uzbekistan. // Journal of Economics and Financial Analysis, 8(2), 1-21. IDEAS/RePEc

20. Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. // Journal of Financial Economics, 3(4), 305-360.

21. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (2002). Government ownership of banks. // Journal of Finance, 57(1), 265-301.

22. Laeven, L., & Levine, R. (2009). Bank governance, regulation and risk taking. // Journal of Financial Economics, 93(2), 259-275.

23. Levine, R. (2004). The corporate governance of banks: A concise discussion of concepts and evidence (Policy Research Working Paper No. 3404). Washington, DC: World Bank.

24. Macey, J. R., & O'Hara, M. (2003). The corporate governance of banks. // Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review, 9(1), 91-107.

25. Micco, A., Panizza, U., & Yañez, M. (2007). Bank ownership and performance. Does politics matter? Journal of Banking & Finance, 31(1), 219-241.

26. Omonov, A. (2022). Econometric analysis of factors affecting the profitability of commercial banks. // International Finance and Accounting, (3). interfinance.tsue.uz/?p=347

27. Pathan, S. (2009). Strong boards, CEO power and bank risk-taking. // Journal of Banking & Finance, 33(7), 1340-1350.

28. Pulatov, Y., & Islamov, B. (2025). Corporate governance and bank profitability: A fixed effects regression analysis of state-owned banks in Uzbekistan. // Scientific Journal of Actuarial Finance and Accounting, 5(02), 142-150. https://doi.org/10.55439/AFA/vol5_iss02/634

29. Temirov, A. A. (2022). Tijorat banklarida korporativ boshqaruvning o‘ziga xos xususiyatlari [Особенности корпоративного управления в коммерческих банках]. // Moliyaviy texnologiyalar, 1(1), 47-58.

30. Alieva, S. S., & Urunova, M. G. (2023). Theoretical Fundamentals of Improving Financial Health in Enterprises.

31. KDB Bank Uzbekistan (2025). Business Plan 2025: Top 20 banks of Uzbekistan, financial summary for FY2024 (source: cbu.uz). kdb.uz

32. KDB Bank Uzbekistan (2026). Business Plan 2026: Top 20 banks of Uzbekistan, financial summary for FY2025 (source: Central Bank of the Republic of Uzbekistan). kdb.uz

33. Uzpromstroybank (SQB). Corporate governance. sqb.uz

34. Kun.uz (2025, 8 February). NBU named Uzbekistan's most profitable bank in 2024. kun.uz

35. Xinhua via The Star (2026, 30 June). Uzbekistan’s banking system posts 3.7-pct non-performing loan ratio: central bank. thestar.com.my

Copyright: © 2026 by the authors. This work is licensed under a Creative Commons Attribution- 4.0 International License (CC - BY 4.0)