

**ТОШКЕНТ МОЛИЯ ИНСТИТУТИ
ХУЗУРИДАГИ ИЛМИЙ ДАРАЖАЛАР БЕРУВЧИ
DSc.03/30.12.2019.I.17.01 РАҚАМЛИ ИЛМИЙ КЕНГАШ**

ҚАРШИ МУҲАНДИСЛИК-ИҚТИСОДИЁТ ИНСТИТУТИ

АЛИКУЛОВ АЗАМАТ ТУЙГУНОВИЧ

**ЎЗБЕКИСТОНДА ФОНД БОЗОРИ ОРҚАЛИ КАПИТАЛ ОЎИМИНИ
ОШИРИШ**

08.00.07 – Молия, пул муомаласи ва кредит

**Иқтисодиёт фанлари бўйича фалсафа доктори (Doctor of Philosophy) диссертацияси
АВТОРЕФЕРАТИ**

Тошкент шаҳри – 2021 йил

УЎК: 336.76(575.1)

**Иқтисодиёт фанлари бўйича фалсафа доктори (PhD)
диссертацияси автореферати мундарижаси**

**Оглавления автореферата диссертации доктора философии (PhD)
по экономическим наукам**

**Contents of dissertation abstract of the doctor of Philosophy (PhD)
on economical sciences**

Аликулов Азамат Туйгунович

Ўзбекистонда фонд бозори орқали капитал оқимини ошириш3

Аликулов Азамат Туйгунович

Увеличение потока капитала через фондовый рынок в Узбекистане25

Alikulov Azamat Tuygunovich

Increasing capital flow through the stock market in Uzbekistan47

Эълон қилинган ишлар рўйхати

Список опубликованных работ

List of published works.....51

ТОШКЕНТ МОЛИЯ ИНСТИТУТИ
ХУЗУРИДАГИ ИЛМИЙ ДАРАЖАЛАР БЕРУВЧИ
DSc.03/30.12.2019.I.17.01 РАҚАМЛИ ИЛМИЙ КЕНГАШ

ҚАРШИ МУҲАНДИСЛИК-ИҚТИСОДИЁТ ИНСТИТУТИ

АЛИКУЛОВ АЗАМАТ ТУЙГУНОВИЧ

ЎЗБЕКИСТОНДА ФОНД БОЗОРИ ОРҚАЛИ КАПИТАЛ ОЎИМИНИ
ОШИРИШ

08.00.07 – Молия, пул муомаласи ва кредит

Иқтисодиёт фанлари бўйича фалсафа доктори (Doctor of Philosophy) диссертацияси
АВТОРЕФЕРАТИ

Тошкент шаҳри – 2021 йил

Фалсафа доктори (Doctor of Philosophy) диссертацияси мазмуни Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамаси ҳузуридаги Олий аттестация комиссиясида В2019.2.PhD/Iqt943 рақам билан рўйхатга олинган.

Диссертация Қарши муҳандислик-иктисодиёт институтида бажарилган.
Диссертация автореферати уч тилда (ўзбек, рус, инглиз (резюме)) Илмий кенгаш веб-саҳифаси (www.tfi.uz) ва «ZiyoNET» ахборот-таълим порталида (www.ziyo.net.uz) жойлаштирилган.

Илмий раҳбар: Элмирзаев Самариддин Эшқуватович
иктисодиёт фанлари доктори, профессор

Расмий оппонентлар: Карлибаева Рая Ходжабаевна
иктисодиёт фанлари доктори, профессор
Носиров Эгамкул Исмоилович
иктисодиёт фанлари номзоди

Етакчи ташкилот: Ўзбекистон Республикаси Президенти ҳузуридаги
Давлат бошқаруви академияси

Диссертация ҳимояси Тошкент молия институти ҳузуридаги DSc.03/30.12.2019.1.17.01 рақамли Илмий кенгашнинг 2021 йил «23» 04 кuni соат 19⁰⁰ даги мажлисида бўлиб ўтади. Манзил: 100000, Тошкент шаҳри, А.Темур кўчаси, 60А уй. Тел.: (99871) 234-53-34; факс: (99871) 234-46-26; e-mail: ilmiykengash@tfi.uz.

Диссертация билан Тошкент молия институтининг Ахборот-ресурс марказида танишиш мумкин (181 рақами билан рўйхатга олинган). Манзил: 100000, Тошкент шаҳри, Амир Темур кўчаси, 60А. Тел.: (99871) 234-53-34; факс: (99871) 234-46-26; e-mail: admin@tfi.uz.

Диссертация автореферати 2021 йил «09» 04 кuni тарқатилди.
(2021 йил «09» 04 даги 14 рақамли реестр баённомаси).



Т.З. Тешабаев
Илмий даражалар берувчи илмий кенгаш раиси, иктисодиёт фанлари доктори, профессор

Н.Н. Каландарова
Илмий даражалар берувчи илмий кенгаш илмий котиби, иктисодиёт фанлари бўйича фалсафа доктори (PhD)

Н.Н. Қўзиев
Илмий даражалар берувчи илмий кенгаш қошидаги илмий оппонент раиси, иктисодиёт фанлари доктори, профессор

КИРИШ (фалсафа доктори (PhD) диссертацияси аннотацияси)

Диссертация мавзусининг долзарблиги ва зарурати. Жаҳонда реал иқтисодиёт ва ижтимоий муаммоларни ҳал қилишда зарур бўлган молиявий ресурсларни жалб қилишда ҳамда қайта тақсимлашда фонд бозори муҳим функционал вазифаларни бажариб, нафақат капитални даромадлироқ ва истикболли тармоқларга йўналтириш, балки активларнинг реал бозор баҳосининг (хатто глобал миқёсда) асосий индикатори бўлиб хизмат қилмоқда. Хусусан, «2019 йилда дунё бўйича фонд бозори савдо айланмаси 2018 йилдаги кўрсаткичга нисбатан 7,854 трлн. АҚШ долларига камайиб 60,359 трлн. АҚШ долларига тенг бўлди. Ушбу кўрсаткич 2008 йилдаги глобал инқирознинг фонд бозори савдоларига энг катта салбий таъсир кўрсатган даври 2009 йилдаги 62,874 трлн. АҚШ доллар»¹ миқдоридан ҳам пастга тушиб кетганлигини кўрсатади.

Жаҳон амалиётида капитал оқимини фонд бозори орқали ҳаракатини ўрганишга қаратилган илмий тадқиқотлар олиб борилган. Тадқиқотлар натижалари асосида фонд бозорининг миллий ва халқаро тизимларини ривожлантириш борасида фикр-мулоҳазалар юритилмоқда ҳамда узлуксиз равишда такомиллаштирилмоқда. Фонд бозори савдо механизмларини такомиллаштириш, жаҳон фонд биржаларига қимматли қоғозларни жойлаштириш орқали халқаро миқёсдаги капиталдан фойдаланиш, жалб этилган маблағлардан самарали фойдаланиш ва оптимал капитал тузилмасини шакллантиришга бағишланган кўплаб илмий тадқиқотлар шулар жумласидандир. Аммо, фонд бозори орқали мамлакатга капитал оқимини кучайтириш мумкинлигига қаратилган жиҳатлар ханузгача ўз илмий ечимини тўлалигича топмаган.

Ўзбекистонда инвестиция муҳитини яхшилаш орқали иқтисодиёт тармоқлари ва ҳудудларга хорижий ҳамда ички сармояларни фаол жалб этиш орқали давлатнинг иқтисодиётдаги иштирокини камайтиришда фонд бозори инфратузулмасидан фойдаланишга эътибор кучайтирилган. «Капитални жалб қилиш ҳамда корхона, молиявий институтлар ва аҳолининг эркин ресурсларини жойлаштиришдаги муқобил манба сифатида фонд бозорини ривожлантириш»² орқали молия бозорида рақобат муҳитини яхшилаш ва бунинг натижасида иқтисодиётга капитал оқимини ошириш мақсад қилинган. Бунда фонд бозорида инвесторларнинг фаоллигини ошириш учун биринчи галда қимматли қоғозларнинг ликвидлигини ва диверсификация даражасини ошириш зарур. Чунки, бугунги кунда Ўзбекистонда акцияларнинг эркин муомаласи «ЯИМга нисбатан 0,5 % атрофида»³ эканлиги

¹ <https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.TRAD.CD> маълумотлари асосида тайёрланди.

² Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2017 йил 7 февралдаги ПФ-4947-сонли «Ўзбекистон Республикасини янада ривожлантириш бўйича Ҳаракатлар стратегияси тўғрисида»ги Фармони.

³ «Для развития рынка капитала право собственности должно быть полностью гарантировано». Интервью с директором Агентства-<https://kun.uz/ru/news/2019/07/16/dlya-razvitiya-rynka-kapitala-pravo-sobstvennosti-doljno-byt-polnostyu-garantirovano-intervyu-s-direktorom-agenstva>.

хамда қимматли қоғозлар диверсификация даражасининг салбий ҳолати (акциялар 99 209,77 млрд. сўм, облигациялар 488,06 млрд. сўм)⁴ ички ва ташқи инвесторларни мамлакат фонд бозори инструментларига қизиқишининг паст бўлишига сабаб бўлмоқда. Шунинг учун ҳам фонд бозори орқали капитал жалб этиш ҳар томонлама чуқур илмий ўрганиш орқали мавжуд муаммоларни бартараф этиш бўйича таклифлар ишлаб чиқишни тақозо этади. Бу эса мазкур диссертация мавзусининг долзарблигини ифода этади.

Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2019 йил 19 февралдаги ПФ-5666-сон «Давлат мулки объектларидан самарали фойдаланиш бўйича қўшимча чора-тадбирлар тўғрисида»ги Фармони, 2019 йил 29 апрелдаги ПҚ-4300-сон «Республика иқтисодиётига тўғридан-тўғри хорижий инвестицияларни жалб қилиш механизмларини янада такомиллаштириш чора-тадбирлари тўғрисида»ги қарори, Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2019 йил 26 апрелдаги 358-сон «Фонд биржасида акцияларнинг бирламчи ва иккиламчи оммавий таклифларини ўтказишни ташкил этиш тўғрисида»ги қарори шунингдек мазкур соҳага тегишли бошқа меъёрий ҳужжатларда белгиланган вазифаларни амалга оширишга мазкур диссертация тадқиқоти муайян даражада хизмат қилади.

Тадқиқотнинг республика фан ва технологиялари ривожланишининг устувор йўналишларига мослиги. Мазкур диссертация тадқиқоти республика фан ва технологиялари ривожланишининг I. «Демократик ва ҳуқуқий жамиятни маънавий-ахлоқий ва маданий ривожлантириш, инновацион иқтисодиётни шакллантириш» устувор йўналишига мувофиқ бажарилган.

Муаммонинг ўрганилганлик даражаси. Фонд бозори назарий асослари, келиб чиқиши, молия бозори институтларининг ташкилий тузилмалари ва улар фаолиятини амалга ошириш механизмлари, хусусан фонд бозори орқали иқтисодиётга капитал жалб қилиш масалалари кўплаб хорижлик жумладан, A. Jirnyi, A. Sherman, E. Rosenberg, D.G.Ross, H.David, H.Markowitz, G.Mark, F.Mishkin, J.Chen, L.Gitman, M.Joehnk, R.Jagannathan, R.Juchau, S.Eakins, S. Donadio, S. Ghosh, S.Smart, S. Whright, T. Segal, T. J. Lim, T.Sheridan⁵ ҳамда МДХга аъзо давлатларининг А.И. Басова, А.Е.Дворецкая, В.А.Галанова, В.В.Ковалев, В.В.Чечин, В. Ярошевич,

⁴ «Қимматли қоғозларнинг Марказий депозитарийси» давлат корхонасининг 2019 йилдаги фаолияти яқунлари асосида тайёрланди.

⁵ David H., Mark G., Sheridan T.- Financial Markets and Corporate Strategy Second European Edition, Published by McGraw-Hill Education 2012, p. 849.; Frederic S. Mishkin, Stanley G. Eakins-Financial Markets and Institutions: Eighth Edition, USA, 2015. p. 615.; L.J.Gitman, M.D.Joehnk, S.Smart, R.H.Juchau, D.G.Ross, S. Whright-Fundamentals of investing, Third edition, Pearson Australia, 2011, p-593.; Sebastien Donadio, Sourav Ghosh-Learn algorithmic trading Build and deploy algorithmic trading systems and strategies using Python and advanced data analysis, UK, 2019, p. 365; Markowitz H.M. Portfolio Selection // The Journal of Finance, Vol. 7, No. 1. (Mar., 1952), pp. 77-91.; Tong Jing Lim*, Building a better bookbuilding system – an examination of the UK's bookbuilding regime and proposed reforms, UCL Journal of Law and Jurisprudence, DOI: 10.14324/111.2052-1871.071, 2016, pp 239-265.; Ravi Jagannathan, Andrei Jirnyi, Ann Sherman, Why don't issuers choose IPO auctions? the complexity of indirect mechanisms-Working Paper 16214, National bureau of economic research 1050 Massachusetts Avenue Cambridge, MA 02138 July 2010, p. 43.

С.З.Мошенский, К.Матвеев, Н.П.Назарчук, О.М.Шевченко⁶ каби олимларининг илмий изланишларида ўз аксини топган.

Ўзбекистонлик иқтисодчи олимлардан А.В.Ваҳобов, З.А.Ашуров, И.Л.Бутиков, М.Б.Хамидулин С.Э.Элмирзаев, Т.С.Маликов, У.Р.Халиков, Ф.Т.Мухамедов, Х.Х.Худойкулов, Ш.Ш.Шоҳаъзамий, Қ.Р.Чинқулов⁷ларнинг илмий ишларида мазкур масаланинг алоҳида муҳим жиҳатлари ўз аксини топган.

Юқорида номлари келтирилган олимлар ўз илмий изланишларида молия бозорининг, хусусан фонд бозорининг айрим жиҳатларини тадқиқ этган бўлсаларда, айнан иқтисодиётга капитал жалб қилишда фонд бозорининг аҳамиятини тадқиқот объекти сифатида ўрганмаганлар. Мазкур ҳолатлар ушбу диссертация мавзусини танлаш ва тадқиқот вазифаларини белгилашга асос бўлди.

Диссертация тадқиқотининг диссертация бажарилган олий таълим муассасасининг илмий-тадқиқот ишлари режалари билан боғлиқлиги. Мазкур диссертация тадқиқоти Қарши муҳандислик-иқтисодиёт институти илмий-тадқиқот ишлари режасига мувофиқ №ИЗ-200170928247 «Инновацион иқтисодиётга ўтиш шароитида уй хўжаликларида тадбиркорлик фаоллигини оширишнинг иқтисодий ва молиявий механизмини такомиллаштириш» мавзусидаги лойиҳа доирасида бажарилган.

Тадқиқотнинг мақсади фонд бозори орқали капитал оқимини ошириш бўйича таклиф ва тавсиялар ишлаб чиқишдан иборат.

Тадқиқотнинг вазифалари қуйидагилардан иборат:

⁶ А.Е.Дворецкая, Рынок капитала в системе финансирования экономического роста в Российской Федерации: автореф. дис. докт. экон. наук: 08.00.10. - М., 2007. – 40 с.; В.А. Галанова и др. Рынок ценных бумаг: Учебник/ - 2-е изд., перераб. и доп. - М.: Финансы и статистика, 2006. - 448 с.; В.В.Ковалев, Финансовый менеджмент; теория и практика. - 2-е изд., перераб. и доп. - М.: ТК Велби, Изд-во Проспект, 2007. - 1024 с.; В.В.Чечин, Инвестиционные предпочтения частных инвесторов как основа принятия решения на рынке ценных бумаг. автореф. дис. канд. экон. наук: 08.00.10 - Новосибирск, 2017. – 24 с.; С.З.Мошенский. Рынок ценных бумаг: трансформационные процессы/ - Москва: «Экономика», 2010. 239 с.; О.М.Шевченко-Правовое Регулирование деятельности по организации торговли рынка ценных бумаг: Монография/ - Москва: ООО «Проспект», 2017. 325 с.; Н. П. Назарчук. Ипотечное кредитование как инструмент решения жилищных проблем в Российской Федерации : монография/– Тамбов : Изд-во ФГБОУ ВПО «ТГТУ», 2014. 152 с.; Вячеслав Ярошевич, Казимир Матвеев-Механизм первичного публичного размещения акций, БанкаЎски веснік, кастрычнік. 20.08.2014:- с. 46-52.

⁷ А.В.Ваҳобов, Т.С.Маликов-Молия. Дарслик. «Ношир», Т.: 2011. 712 б.; С.Э.Элмирзаев ва бошқалар. Молия бозори. Дарслик. Т.: «ИQTISOD-MOLIYA», 2019. 324 б.; Ш.Ш.Шоҳаъзамий-Финансовый рынок и ценные бумаги. Книга II. Учебник. Т.: «ИQTISOD-MOLIYA», 2005.- 847 с.; У.Р.Халиков: «Ўзбекистонда фонд бозори орқали инвестицион фаолиятни молиялаштиришни такомиллаштириш» Иқтисодиёт фанлари бўйича фалсафа доктори (PhD) диссертацияси автореферати: Т.: 2017, 54 б.; Ф.Т.Мухамедов: «Ўзбекистонда кимматли қоғозлар савдо тизимларини ривожлантириш йўналишлари» Иқтисод фанлари доктори (DSc) илмий даражасини олиш учун тақдим этилган диссертация автореферати: Т.: 2019, 60 б.; Х.Х.Худойкулов: «Фонд бозори активларини баҳолаш механизмини такомиллаштириш» Иқтисодиёт фанлари бўйича фалсафа доктори (PhD) диссертацияси автореферати: Т.: 2018, 52 б.; Қ.Р.Чинқулов: «Акциядорлик жамиятларини корпоратив кимматли қоғозлар орқали молиялаштиришни такомиллаштириш» Иқтисодиёт фанлари бўйича фалсафа доктори (PhD) диссертацияси автореферати: Т.: 2019, 65 б.; Игорь Бутиков: Рынок ценных бумаг Узбекистана: новые горизонты, Журнал «Бозор, пул ва кредит», №1, 2019 г. с. 58-69.; М.Б.Хамидулин-Основные направления оптимизации структуры финансирования экономики Узбекистана, Современная наука: актуальные проблемы и пути их решения. 2016. № 4 (26), с 5.; З.А.Ашуров: «Факторы повышения конкурентоспособности рынка ценных бумаг: листинг, рыночная капитализация и корпоративное управление» «Илм-фан ва инновацион ривожланиш» журналі, №6, 2019, с. 16-26.

фонд бозорининг пайдо бўлиши ва капитал жалб қилишдаги аҳамиятини ёритиб бериш;

иқтисодиётга капитални фонд бозори орқали жалб қилишнинг назарий асосларини тадқиқ этиш;

фонд бозори орқали капитал жалб қилишнинг жаҳон тажрибасини ўрганиш;

Ўзбекистонда фонд бозорини тартибга солиш амалиётини капитал оқимига таъсирини ўрганиш;

«Тошкент» Республика фонд биржасининг мамлакат капитал ҳаракатида тутган ўрнини таҳлил қилиш;

Ўзбекистон Республикасининг фонд бозори ҳолатини таҳлил қилиш;

Ўзбекистоннинг жаҳон молия бозорига чиқиш истикболларини аниқлаш;

Ўзбекистонда фонд бозори орқали капитал жалб қилиш бўйича илмий асосланган илмий таклиф ва амалий тавсиялар ишлаб чиқилган.

Тадқиқотнинг объекти сифатида Ўзбекистон фонд бозори орқали капитал жалб қилиш амалиёти олинган.

Тадқиқотнинг предмети фонд бозори орқали капитал оқимини оширишда вужудга келадиган иқтисодий муносабатлар ҳисобланади.

Тадқиқотнинг усуллари. Диссертацияда умумлаштириш, гуруҳлаш, таҳлил ва синтез, қиёсий таҳлил, статистик таҳлил, таққослаш, индукция ва дедукция каби усуллардан фойдаланилган.

Тадқиқотнинг илмий янгилиги қуйидагилардан иборат:

корпоратив тузилмаларни акция ва облигациялар турларига мос муқобил вариантлар асосида молиялаштириш ва танлаб олинган вариантнинг энг мақбул эканлиги бўйича назоратни ташкил этиш таклиф этилган;

давлат иштирокидаги корпоратив тузилмаларга фонд бозорида капитални баҳолаш бўйича инвестицион маслаҳат хизматини жорий қилиш орқали банк кредитларига нисбатан арзон молиявий ресурс жалб қилиш имконияти асосланган;

нефть-газ тармоғида қимматли қоғозларни оммавий жойлаштиришга тайёрлашда инвесторлар томонидан энг кўп талаб билдирилган нарх диапазони орқали ўрта вазнли қийматини белгилаш таклиф этилган;

нефть-газ тармоғида қимматли қоғозларни оммавий жойлаштиришга тайёрлаш жараёнида чакана инвесторларнинг молиявий имкониятларини ҳисобга олган ҳолда таклиф этилган акцияларнинг 25 фоизидан кам бўлмаган қисмини чакана инвесторларга тақсимлашни олдиндан белгилаб қўйиш таклиф этилган.

Тадқиқотнинг амалий натижалари қуйидагилардан иборат:

молия бозори орқали капитал жалб қилишда банк тизимига қўшимча равишда фонд бозорини ривожлантириш орқали рақобат муҳитини кучайтириш имкониятлари кўрсатиб берилган;

Ўзбекистонда фонд бозори орқали капитал жалб қилишга тўсқинлик қилаётган асосий омиллардан бири бўлган иқтисодиётда давлат улушининг

юқорилигини ҳисобга олиб, хусусий сектор улушини ошириш ва давлат активларини хусусийлаштириш бўйича амалий тавсиялар ишлаб чиқилган;

фонд бозорини ривожлантириш ва капитал жалб қилиш имкониятларини ошириш мақсадида фонд бозори инструментлари таркибини диверсификация қилиш нуқтаи назаридан Ўзбекистон учун мақбул инструментлар турларини муомалага киритиш заруриятлари ва имкониятлари асосланган;

фонд бозорига чакана инвесторлар яъни аҳолининг молиявий ресурсларини жалб қилиш кўламини кенгайтириш ҳамда ҳудудларда фонд бозори фаолиятини ривожлантириш ўрганилган.

Тадқиқот натижаларининг ишончлилиги кўлланилган ёндашув ва усуллар, унинг доирасида фойдаланилган назарий ёндашувлар расмий манбалардан олинганлиги, Ўзбекистон Республикаси Капитал бозорини ривожлантириш агентлиги, Ўзбекистон Республикаси Давлат активларини бошқариш агентлиги, «Тошкент» Республика фонд биржаси, Ўзбекистон Республикаси Қимматли қоғозлар марказий депозитарийси, Давлат статистика кўмитаси маълумотларига, шунингдек, Жаҳон банки, Лондон фонд биржаси, Халқаро биржалар ассоциацияси каби халқаро ташкилотларнинг маълумотлари таҳлиliga асосланганлиги билан белгиланади.

Тадқиқот натижаларининг илмий ва амалий аҳамияти. Тадқиқот натижаларининг илмий аҳамияти ишлаб чиқилган таклифлар Ўзбекистонда фонд бозори орқали капитал оқимини кучайтиришни халқаро амалиёт тажрибаларидан келиб чиққан ҳолда такомиллаштиришга хизмат қилиши билан изоҳланади.

Тадқиқот натижаларининг амалий аҳамияти ишлаб чиқилган тавсиялар Ўзбекистон иқтисодиётига фонд бозори орқали капитал жалб қилишни жадаллаштириш бўйича қабул қилинаётган ҳуқуқий ҳужжатларни ишлаб чиқишда ҳамда олий таълим муассасаларида «Инвестиция ва инновациялар», «Молия бозори» фанларининг ўқув дастурларини такомиллаштиришда ва ўқитишда фойдаланиш мумкинлиги билан изоҳланади.

Тадқиқот натижаларининг жорий қилиниши. Ўзбекистонда фонд бозори орқали капитал жалб қилишни ошириш бўйича олинган илмий натижалар асосида:

корпоратив тузилмаларни акция ва облигациялар турларига мос муқобил вариантлар асосида молиялаштириш ва танлаб олинган вариантнинг энг мақбул эканлиги бўйича назоратни ташкил этиш таклифи Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2019 йил 15 майдаги, 404-сон қарори 1-илоvasи билан тасдиқланган «Ўзбекистон Республикаси Давлат активларини бошқариш агентлиги тўғрисида»ги Низомга мувофиқ Ўзбекистон Республикаси Давлат активларини бошқариш агентлиги томонидан оператив бошқарувидаги давлат иштирокидаги корхоналарга капитални жалб этиш амалиётида фойдаланилган (Ўзбекистон Республикаси Давлат активларини бошқариш агентлигининг 2020 йил 6 октябрдаги 4840/03-10-сон маълумотномаси). Натижада, жалб қилинган молиявий ресурсларнинг даромадлилик даражасини ошириш ҳамда давлатга тегишли

корпоратив тузилмаларнинг истикболда молиявий ресурслар жалб қилиш бўйича қарорлар қабул қилишида банк кредитларига муқобил вариант сифатида фонд бозоридан фойдаланиш имкониятлари оширилган;

давлат иштирокидаги корпоратив тузилмаларга фонд бозорида капитални баҳолаш бўйича инвестицион маслаҳат хизматини жорий қилиш орқали банк кредитларига нисбатан арзон молиявий ресурс жалб қилиш бўйича таклифи Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2020 йил 27 октябрдаги «Давлат иштирокидаги корхоналарни ислоҳ қилишни жадаллаштириш ҳамда давлат активларини хусусийлаштиришга оид чоратadbирлар тўғрисида»ги ПФ-6096-сон фармонини ишлаб чиқишда фойдаланилган (Ўзбекистон Республикаси Давлат активларини бошқариш агентлигининг 2020 йил 6 октябрдаги 4840/03-10-сон маълумотномаси). Натижада, молия бозори орқали капитал жалб қилишда фонд бозори ва банк тизими орқали рақобат муҳитини яхшилаш, корпоратив тузилмаларга арзон молиявий ресурсларни излаб топиш, стратегик ривожланиш бўйича режалар ишлаб чиқиш ҳамда капитал бозорини таҳлил қилиш ва баҳолаш тизими такомиллаштирилган;

нефть-газ тармоғида қимматли қоғозларни оммавий жойлаштиришга тайёрлашда инвесторлар томонидан энг кўп талаб билдирилган нарх диапазони орқали ўрта вазнли қийматини белгилаш бўйича таклифи Ўзбекистон Республикаси Давлат активларини бошқариш агентлигининг Қашқадарё вилояти ҳудудий бошқармасининг 2020 йил 11 ноябрдаги ХБ-370/11-сонли буйруғига асосан «Нефт ва газ қудуқларини синаш» АЖ ва «Қашқадарёнефтгазишчитаъминот» АЖлари акцияларини оммавий жойлаштириш стратегиясига киритилган («Нефт ва газ қудуқларини синаш» АЖнинг 2020 йил 21 октябрдаги 1416/13-сон, «Қашқадарёнефтгазишчитаъминот» АЖнинг 2020 йил 21 октябрдаги 104-сон маълумотномаси). Натижада, энг кўп овоз жамлаган нарх умумий инвесторлар таркибида энг юқори талаб даражасини аниқлаб бериб IPO/SPOларни амалга ошириш учун нархларни белгилашнинг одилона тизими шакллантирилган;

нефть-газ тармоғида қимматли қоғозларни оммавий жойлаштиришга тайёрлаш жараёнида чакана инвесторларнинг молиявий имкониятларини ҳисобга олган ҳолда таклиф этилган акцияларнинг 25 фоизидан кам бўлмаган қисмини чакана инвесторларга тақсимлашни олдиндан белгилаб қўйиш таклифи Ўзбекистон Республикаси Давлат активларини бошқариш агентлигининг Қашқадарё вилояти ҳудудий бошқармасининг 2020 йил 11 ноябрдаги ХБ-370/11-сонли буйруғига асосан «Нефт ва газ қудуқларини синаш» АЖ ва «Қашқадарёнефтгазишчитаъминот» АЖлари томонидан IPO стратегиясини шакллантиришда фойдаланилган («Нефт ва газ қудуқларини синаш» АЖнинг 2020 йил 21 октябрдаги 1416/13-сон, «Қашқадарёнефтгазишчитаъминот» АЖнинг 2020 йил 21 октябрдаги 104-сон маълумотномаси). Натижада, қимматли қоғозларни оммавий жойлаштиришда инвесторлар ўртасида қимматли қоғозларни тақсимлаш жараёни оптималлаштирилган.

Тадқиқот натижаларининг апробацияси. Ушбу тадқиқот натижалари 10 та республика ва 2 та халқаро илмий-амалий анжуманларида муҳокамадан ўтказилган.

Тадқиқот натижаларининг эълон қилинганлиги. Диссертация мавзуси бўйича жами 18 та илмий иш, жумладан Ўзбекистон Республикаси Олий аттестация комиссиясининг диссертацияларни асосий илмий натижаларини чоп этиш тавсия этилган илмий нашрларда 6 та илмий мақола, жумладан 3 таси хорижий журналларда нашр этилган.

Диссертациянинг тузилиши ва ҳажми. Диссертация кириш, учта боб, хулоса ва фойдаланилган адабиётлар рўйхатидан таркиб топган. Диссертация ҳажми 133 бетни ташкил этади.

ДИССЕРТАЦИЯНИНГ АСОСИЙ МАЗМУНИ

Кириш қисмида диссертация мавзусининг долзарблиги ва зарурати, тадқиқотнинг республика фан ва технологиялари ривожланишининг устувор йўналишларига мослиги, муаммонинг ўрганилганлик даражаси, тадқиқотнинг диссертация бажарилган олий таълим муассасасининг илмий-тадқиқот ишлари режалари билан боғлиқлиги, тадқиқотнинг мақсади, тадқиқотнинг вазифалари, тадқиқотнинг объекти, тадқиқотнинг предметини, тадқиқотнинг усуллари, тадқиқотнинг илмий янгилиги, тадқиқотнинг амалий натижаси, тадқиқот натижаларининг ишончлилиги, тадқиқот натижаларининг илмий ва амалий аҳамияти, тадқиқот натижаларининг жорий қилиниши, тадқиқот натижаларининг апробацияси, тадқиқот натижаларининг эълон қилинганлиги, диссертациянинг тузилиши ва ҳажми бўйича маълумотлар келтирилган.

Диссертациянинг «**Фонд бозори орқали капитал жалб қилишнинг назарий жиҳатлари**» деб номланган биринчи бобида фонд бозорининг пайдо бўлиш тарихи, иқтисодиётга капитални фонд бозори орқали жалб қилишнинг назарий асослари бўйича жаҳон тажрибаси ўрганилган. Шунингдек боб якунида тегишли хулосалар келтирилган.

Тадқиқотлар натижасида Ўзбекистон Республикаси қонунчилигида фонд бозори атамасига аниқ таъриф келтирилмаганлиги аниқланган. Бундан ташқари, қимматли қоғозлар бозорида тузилмавий ўзгаришлар (Капитал бозорини ривожлантириш агентлигининг ташкил этилиши) амалга оширилгандан сўнг капитал бозори атамасига кўп мурожаат қилинмоқда, аммо капитал бозори атамасига ҳам Ўзбекистон Республикасининг ҳеч бир ҳуқуқий ҳужжатида аниқ таъриф келтирилмаган. Шу боисдан диссертация ишининг биринчи бобида ушбу атамаларга жаҳон тажрибасида келтирилган таърифлар ва назарий ёндашувларни кўриб чиқилган.

Изланишлар натижасида ушбу атамаларга турли манбаларда турлича таърифлар берилганлиги аниқланган. Баъзи олимлар «қимматли қоғозлар бозори ва фонд бозорини бир хил маъно англатувчи тушунча»⁸ деб эътироф этсалар, баъзилар эса «уларга фарқланувчи тушунчалар сифатида алоҳида

⁸ С.З.Мошенский. Рынок ценных бумаг: трансформационные процессы-М: «Экономика», 2010. с. 35.

алохида таъриф беради»⁹. Баъзи бир иқтисодчилар эса «фонд бозори бир қанча биржалар ва биржадан ташқари савдо майдончаларини ўз ичига олади»¹⁰ деб эътироф этади. Шунингдек баъзи манбаларда капитал бозорини «ўз фаолиятини амалга оширишда ресурсларга талаби бўлган фирма ва бошқа ташкилотлар инвестиция қилишга пулли ресурслари мавжуд жисмоний шахслар ва ташкилотлар билан бирлашадиган майдон»¹¹ дир таъриф берилса, баъзиларида инвестицияларни йўналтиришда айнан қимматли қоғозларнинг муддатлари ва турларини ҳисобга олган ҳолда капитал бозорини таърифлашга ҳаракат қилинган. Хусусан, капитал бозори атамасига хорижлик олимлар Фредерик Мишкин, Стенлей Еакенслар «улушли қимматли қоғозлар ва узоқ муддатли қарз мажбуриятларини (одатда бир йил ёки ундан узоқ муддатда сўндирилувчи) олди сотди қилинадиган бозор»¹² деб, В.В.Ковалев «узоқ муддатли капитал ва қарз мажбуриятларини жамловчи ва ҳаракатга келтирувчи бозор»¹³, А.Е.Дворецкая «ресурсларни оптимал тақсимловчи, миллий жамғармалар ва инвестицияларни самарали йўналтирувчи механизм»¹⁴ деб таърифлар келтирган. Фонд бозори тушунчасига эса О.М.Шевченко «инвестицион қимматли қоғозлар (эмиссияланадиган қимматли қоғозлар, инвестицион пайлар, пай инвестицион фондлари ва ипотекада иштирок этиш бўйича сертификатлар)га, шунингдек ҳосилавий молиявий инструментга доир битимларни тузиш ва амалга ошириш билан боғлиқ жамият алоқалари тизими»¹⁵ деб таъриф берган.

Тадқиқотлар натижасида изланувчи томонидан фонд бозори ва капитал бозори тушунчаларига қуйидагича аниқ таърифлар берилган:

фонд бозори-қимматли қоғозларга доир битимлар тузиш ва амалга ошириш билан боғлиқ тизим;

капитал бозори-ўрта ва узоқ муддатли қимматли қоғозлар савдоси амалга ошириладиган бозор.

Диссертация ишида фонд бозори орқали капитал жалб қилишни жадаллаштириш мақсадида бугунги кунда Ўзбекистон амалиётида мавжуд бўлмаган аммо уларни жорий этиш орқали фонд бозорига капитал жалб қилишни оширишнинг қўшимча имкониятлари яратиладиган хориж тажрибаларини қўллаш бўйича таклифлар берилган. Хусусан, Ўзбекистонда инвесторлар учун фонд биржаси савдоларида мустақил қатнашиш имкониятини яратадиган дастурий таъминот «DMA» (*Direct Market Access*)га интеграция қилинган мобил илова «АРР»ни жорий этиш орқали майда, аммо

⁹ О.М.Шевченко. Правовое Регулирование деятельности по организации торговли рынка ценных бумаг: Монография/ -Москва: ООО «Проспект», 2017. с. 29.

¹⁰ James Chen-Stock market, Feb 28, 2020.-<https://www.investopedia.com/terms/s/stockmarket.asp>

¹¹ David Hillier, Mark Grinblatt, Sheridan Titman Financial Markets and Corporate Strategy, Published by McGraw-Hill Education, 2012. p.-4.

¹² Frederic S. Mishkin, Stanley G. Eakins-Financial Markets and Institutions: Eighth Edition, USA, 2015. p-20.

¹³ Ковалев В.В. Финансовый менеджмент; теория и практика. — 2-е изд., перераб. и доп. - М.: ТК Велби, Изд-во Проспект, 2007. - 156 с.

¹⁴ Дворецкая А.Е. Рынок капитала в системе финансирования экономического роста в Российской Федерации: автореф. дис. докт. экон. наук: 08.00.10. - М., 2007. – 40 с.

¹⁵ О.М.Шевченко. Правовое Регулирование деятельности по организации торговли рынка ценных бумаг: Монография/ -Москва: ООО «Проспект», 2017. с. 29.

кўп сонли жисмоний шахслар (аҳоли)нинг молиявий ресурсларини жамлаш орқали мамлакатимизда капитал ҳажмини ошириш имкониятлари пайдо бўлади.

Бундан ташқари, диссертацияда IPO¹⁶ жараёнларида кимматли қоғозларнинг нархларини энг оптимал ва аниқ талаблар асосида шакллантириш, потенциал инвесторларни танлаб олиш жараёнини осонлаштириш имкониятини яратадиган дунё амалиётида кенг фойдаланиладиган «Book building» усулини Ўзбекистонда амалиётга жорий этиш истиқболлари ҳам ўрганилган. Бунда IPOни ташкил этиш усуллари афзаллик ва камчиликларини такқослаш орқали эришилган таҳлил натижалари куйидаги 1-жадвалда келтирилган.

1-жадвал

IPOларни ташкил этиш усуллари афзаллик ва камчиликлари¹⁷

Хусусият-лари	Қатъий нарх усули	Аукцион усули	Book building усули
Афзалликлари	<ul style="list-style-type: none"> - акциялар олдиндан белгиланган нархда сотилиши; - инвесторлар қамрови кенглиги; - акциялар пакети ликвидлигининг ва савдосининг жадаллашуви; - чакана компаниялар акциялари нархи барқарорлашуви. 	<ul style="list-style-type: none"> - рақобатбардош савдоларни таклиф этиши; - келгуси листинг ва IPOлар учун қўшимча маълумотлар базасини тақдим этиши; - усулнинг стандартлашуви ва марказлашуви; - бозор қоидалари асосида нархни аниқланиши ва клиринг нархини ҳисоблашнинг шаффофлигини таъминланиши; - учинчи шахслар билан музокараларни чеклаши; - нархни белгиловчи асосий харидорга эҳтиёж йўқлиги. 	<ul style="list-style-type: none"> - нархни аниқлаш талаб таҳлиliga асосланганлиги; - баҳолашнинг шаффофлиги ва инвесторлар таркиби нарх орқали аниқланиши; - инвестор фикрини ва компания қийматини ифода этиши; - акциядорлар сонининг камлиги; - нархларни белгилашда савдо ташкилотчиси эркинлиги.
Камчиликлари	<ul style="list-style-type: none"> - инвесторлар сони жуда кўплиги; - нархларни аниқлашда инвесторлар иштирок этмаслиги; - нархларни юқори белгилаш ёки паст белгилаш rischi мавжудлиги. 	<ul style="list-style-type: none"> - савдо натижаларини башорат қилиш қийинлиги; - инвесторларга ахборот тўплаш учун қилинган харажатларни қоплаш кафолатланмаслиги; - ахбороти етарли бўлмаган инвесторлар нархларни асоссиз кўтариб юбориши мумкинлиги; - юридик маслаҳатчининг таклифлари иккиланишларга сабаб бўлиши мумкинлиги; - нархларни салоҳиятли инвесторлар томонидан келишилган ҳолда кўтариш ёки тушириб юбориш мумкинлиги. 	<ul style="list-style-type: none"> - аудитория сони чекланганлиги ва чакана инвестор четлашуви; - акциялар ликвидлиги паст бўлиши мумкинлиги.

Юқоридаги жадвал маълумотларидан ушбу уч усул орасида энг кучли жиҳатлар бу «Book-building» усулида жамланганлиги кўринади. Тадқиқотлардан кўринадик, «аукцион» усулида электрон тизимда иштирокчилар аниқ тарқатиш тамойиллари асосида энг юқори харидорларга

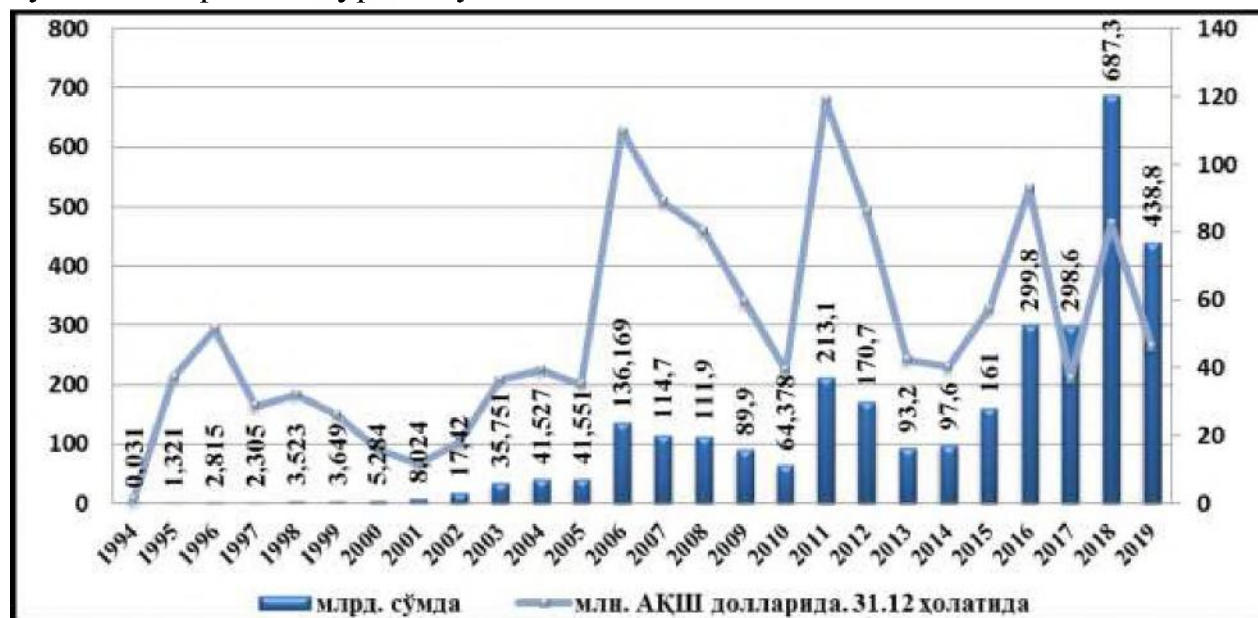
¹⁶ Initial public offering-бирламчи оммавий таклифлар.

¹⁷ Тадқиқотлар асосида муаллиф томонидан тузилган.

амалга оширилиши охир оқибатда 1990 йилларга келиб Лондон фонд биржасида очик-нардда «Book-building» усулидан фойдаланиш энг юкори ўринга чиқишига сабаб бўлган»¹⁸. Ҳозирги кунда дунёнинг кўплаб давлатларида IPOларни ташкиллаштиришда «Book-building» усули механизмларидан фойдаланиб келинмоқда. Аммо мамлакатимизда фонд бозори савдолари асосан аукцион усулидан фойдаланган ҳолда амалга оширилмоқда. Алоҳида шартлар асосида ташкиллаштириладиган IPOларда ҳам «Book-building» усулининг аксарият унсурларидан фойдаланилишига қарамасдан ушбу усулнинг бошқаларидан устун жиҳатларини таъминлашда муҳим ҳисобланган кесишиш нарҳини белгилашда ўрта вазнли киймат механизмидан фойдаланиш ва акцияларни тақсимлашда инвесторлар таркибига чегаралар кўйиш механизмларидан фойдаланилмаслиги Ўзбекистонда IPOларни ташкил этишда юқоридаги икки механизмни жорий этиш орқали ижобий натижаларга эришиш мумкинлигидан далолат беради.

Диссертациянинг «Ўзбекистонда капитал жалб қилишда фонд бозори фаолиятининг амалий ҳолати» деб номланган иккинчи бобида Ўзбекистонда капитал бозорига таъсир этувчи ташкилий-иқтисодий шароитни ўрганиш натижасида миллий фонд бозорининг ривожланиш даражасининг амалдаги ҳолати ва Ўзбекистон Республикасининг капитал бозори таҳлил қилиниб, боб якунида илмий асосланган хулосалар шакллантирилган.

Диссертацияда «Тошкент» Республика фонд биржаси (кейинги ўринларда «Тошкент» РФБ)да савдолар ҳажми ўрганилган бўлиб, уни қуйидаги 1-расмда кўриш мумкин.



1-расм. 1994-2019 йилларда «Тошкент» РФБ савдолари ҳажми¹⁹

¹⁸ Tong Jing Lim*, Building a better bookbuilding system – an examination of the uk’s bookbuilding regime and proposed reforms, UCL Journal of Law and Jurisprudence, DOI: 10.14324/111.2052-1871.071, 2016, p-242.- <https://pdfs.semanticscholar.org/1bbc/31a8779b5786a7ba724e9a2fff172a4b390d.pdf>.

¹⁹ «Тошкент» РФБ йиллик таҳлилий маълумотлари ва www.cbu.uz интернет сайти маълумотлари асосида муаллиф томонидан тайёрланган.

Сўнги йилларда фонд биржаси савдолари кескин ошган, аммо миллий валютанинг кадрсизланиши ва ЯИМнинг ўсиш суръатларини ҳисобга олганда ушбу ўсиш аслида кўринганидек салмоққа эга эмас. Хусусан, 1-расмда кўринганидек Ўзбекистон сўмининг хорижий валюталарга нисбатан кадрсизланиши натижасида биржа савдолари айланмаси энг юқори бўлган 2018 йилдаги кўрсаткичини АҚШ долларарида ҳисоблаганда 2006, 2007, 2011 ва 2016 йиллардаги кўрсаткичлардан ҳам паст бўлганлигининг гувоҳи бўламиз. 2019 йилда эса ҳаттоки 1996 йилдаги даражадан ҳам паст кўрсаткичга гувоҳ бўлиш мумкин. Шунга қарамай сўнги йиллардаги савдолар ҳажмининг ўсиш омилларини ўрганадиган бўлсак, бу асосан тижорат банклари ҳиссасига тўғри келганлигини 2-жадвал маълумотларида кўриш мумкин.

2-жадвал

«Тошкент» РФБ савдоларида тармоқлар улушлари (2014-2019йиллар)²⁰

Тармоқ	2014 йил		2015 йил		2016 йил		2017 йил		2018 йил		2019 йил	
	Ҳажми (млрд. сўм)	Улуши (%)	Ҳажми (млрд. сўм)	Улуши (%)	Ҳажми (млрд. сўм)	Улуши (%)	Ҳажми (млрд. сўм)	Улуши (%)	Ҳажми (млрд. сўм)	Улуши (%)	Ҳажми (млрд. сўм)	Улуши (%)
Банклар	85,6	87,7	141,4	87,8	151,7	50,6	257,6	86,3	591	86	319,5	72,81
Суғурта	2,3	2,4	1,0	0,6	2,7	0,9	1,5	0,5	11	1,6	6,8	1,54
Лизинг	0,2	0,2	0,03	0,1	0,3	0,1	3,1	1,0	8,3	1,2	0,08	0,02
Қурилиш	2,1	2,1	3,05	1,9	3,6	1,2	1,6	0,5	15,8	2,3	35,9	8,2
Саноат	1,6	1,6	0,5	0,3	73,7	24,6	0,9	0,3	15,8	2,3	39,5	9,0
АСМ	2,6	2,7	11,8	7,3	15,9	5,3	27,3	9,2	17,2	2,5	27,9	6,35
Бошқ.	3,2	3,3	3,22	2,0	51,9	17,3	6,6	2,2	28,2	4,1	9,1	2,08
Жами	97,6	100	161,0	100	299,8	100	298,6	100	687,3	100	438,8	100

Биржа савдоларида энг катта улуш тижорат банклари ҳиссасига тўғри келганлиги боис диссертация ишида тижорат банклари қимматли қоғозларининг биржа савдоларида фаоллигини таҳлил қилинган. Тадқиқотлар натижасида тижорат банкларининг фонд бозорида активлигининг ошиши айнан давлат дастурлари ёки ҳукумат қарорларининг ижросини таъминлаш ортидан юзага келганлиги тўғрисида хулосаларга келинган. Бундан ташқари, савдоларда «бир тармоқнинг яққол доминантлиги»²¹ биржада савдо жараёнларининг бир тармоққа боғланиб қолишига ва оқибатда савдо ҳажмининг барқарорлигига салбий таъсир кўрсатиши мумкинлигини ҳисобга олиб «Тошкент» РФБда тармоқ структурасининг диверсификация даражасини яхшилаш зарурлиги диссертация ишида кўрсатиб берилган.

²⁰ «Тошкент» РФБ йиллик таҳлилий маълумотлари асосида муаллиф томонидан тайёрланган.

²¹ Ф.Т.Мухамедов: «Ўзбекистонда қимматли қоғозлар савдо тизимларини ривожлантириш йўналишлари» Иқтисод фанлари доктори (DSc) илмий даражасини олиш учун тақдим этилган диссертация автореферати: Т.: 2019, 27-б.

Бундан ташқари, диссертация ишида фонд бозоридаги ҳолатни янада яхшироқ тасаввур қилиш мақсадида қуйидаги 3-жадвалда уюшган ва уюшмаган қимматли қоғозлар бозори ҳажми ўрганилган.

3-жадвал

Ўзбекистонда уюшган ва уюшмаган қимматли қоғозлар бозори ҳажми²²

Кўрсаткичлар	2014 йил	2015 йил	2016 йил	2017 йил	2018 йил	2019 йил
Жами қимматли қоғозлар савдоси (млрд.сўм)	1327,0	3508	14 460	22 247	10710	37 681
Уюшган бозор (биржа савдолари) (млрд.сўм)	97,6	161,0	299,8	298,6	687,3	438,8
Уюшган бозор (биржадан ташқари савдолар) (млрд.сўм)	2,6	9,24	10,93	5,9	127,2	52,0
Уюшган бозор жами (млрд.сўм)	100,2	170,2	310,7	304,5	814,5	490,8
Уюшган бозор улуши (%)	7,6	4,9	2,1	1,4	7,6	1,3
Уюшмаган бозор (млрд.сўм)	1226,8	3 337,8	14 150	21 935,5	9 895,5	37 190
Уюшмаган бозор улуши (%)	92,4	95,1%	97,9%	98,6%	92,4%	98,7%

Жадвал маълумотларидан кўринадики 2019 йилда қимматли қоғозлар бозори айланмаси кескин юқорилаган. Бу ўсишга асосан уюшмаган бозорда 40,6 трлн. сўмлик акцияларнинг ёпиқ эмиссияси амалга оширилиши ортидан эришилган бўлиб, бу ўз навбатида қимматли қоғозларни ёпиқ эмиссия орқали реализация қилиш кескин ортганидан далолат беради. Бу эса миллий корпоратив тузилмаларнинг бозор қийматини аниқлаш имкониятини бермайди ҳамда ўзида қатъий тақсимлаш хусусиятларини намоён қилиб кўяди. Бу тақсимлаш корпоратив тузилмаларнинг капиталлашув даражасига яъни активларнинг бозор қийматининг ошишига ижобий таъсир кўрсатмайди.

Диссертация ишида Жаҳон банки томонидан ҳисобланиб статистик маълумотлари доимий равишда юритиладиган, фонд бозори капиталлашув кўрсаткичи ёрдамида аниқланадиган ҳамда 5 поғанали баҳолаш мезони асосида ўлчанадиган «Buffet indicator»и тадқиқотчи томонидан ўрганилган. Натижада, Ўзбекистоннинг ушбу Баффет индекатори бўйича даражаси 5-поғона яъни, 50% гача бўлганда - жуда паст даражадаги «Significantly Undervalued» коэффициентиға тўғри келиши аниқланган. Сўнги йилларда

²² Экономика Узбекистана-Информационно-аналитический бюллетень за 2014 год, Т-2015-<https://data.gov.uz/uploads/datasets/10-56/10-56-55.pdf>, Информация Центра по координации и развитию рынка ценных бумаг по итогам 2016 года - http://opendata.natlib.uz/files/markazlar/qimmatli_qogozlar/tsentra_po_itogam_2016_goda.pdf, Информация Центра по координации и развитию рынка ценных бумаг по итогам 2016 года - http://opendata.natlib.uz/files/markazlar/qimmatli_qogozlar/tsentra_po_itogam_2016_goda.pdf, Результаты деятельности госкомконкуренции Республики Узбекистан за 2017 год - <https://davaktiv.uz/ru/deyatelnost/rezultaty-deyatelnosti/press-relezy-o-rezultatakh-deyatelnosti-komiteta/3190-rezultaty-deyatelnosti-goskomkonkurentsii-respubliki-uzbekistan-za-2017-god>, Обороты Фондового Рынка - <http://www.openinfo.uz/ru/news/34/>, Қимматли қоғозлар марказий депозитарийсининг 2019 йиллик ҳисоботи - http://www.deponet.uz/sites/default/files/editor/godovoy_otchet_2019_uz-3.pdf.

ушбу кўрсаткич бўйича Ўзбекистоннинг вазиятига баҳо бериш мақсадида фонд бозорининг капиталлашув даражаси қуйидаги 4-жадвалда келтирилган.

4-жадвал

Ўзбекистонда фонд бозорининг капиталлашув коэффициенти²³

Кўрсаткичлар	2014 йил	2015 йил	2016 йил	2017 йил	2018 йил	2019 йил
АЖларининг сони жами (дона)	1088	714	659	606	603	593
Листинга кирган АЖлар сони (дона)	133	261	191	186	132	112
Фонд бозори капиталлашуви млрд. сўм	7018,8	8436,3	7963,5	14817,7	21594,4	52300
ЯИМ ҳажми млрд. сўм	177 153,9	210 183,1	242 495,5	302 536,8	406 648,5	511 838,1
Фонд бозори капиталлашувининг ЯИМга нисбати	3,9	4,0	3,3	4,9	5,3	10.2

2018 йилда жаҳонда фонд бозорининг капиталлашуви кўрсаткичи ўртача 92,9%ни ташкил этганлигини ҳисобга олган ҳолда бу борада ҳам натижаларни яхшилаш зарурлиги, бунинг учун эса бозорда корпоратив тузилмалар қимматли қоғозларини ёпиқ эмиссия амалиётини камайтирган ҳолда, уларни бозор механизмлари орқали савдоларини ташкил этиш муҳим аҳамиятга эга эканлиги тўғрисида хулосаларга келинган.

Фонд бозорининг молия бозорининг бошқа сегментлари билан рақобатбардошлигини оширувчи яна бир муҳим кўрсаткич бу унинг инструментларининг диверсификация даражасидир. Шу боисдан қуйидаги 5-жадвалда «Тошкент» РФБнинг инструментлари таркибини келтирилган.

5-жадвал

«Тошкент» РФБда савдоларнинг инструментлар бўйича таркиби²⁴

Кўрсаткичлар	2015 йил		2016 йил		2017 йил		2018 йил		2019 йил	
	Ҳажми (млрд.сўм)	Улуши (%)	Ҳажми (млрд.сўм)	Улуши (%)	Ҳажми (млрд.сўм)	Улуши (%)	Ҳажми (млрд.сўм)	Улуши (%)	Ҳажми (млрд.сўм)	Улуши (%)
Акциялар бозори	153,5	95,3	295,8	98,7	295,6	99,0	683,3	99,5	400,2	90,4
Облигациялар бозори	7,5	4,7	4,0	1,3	3,0	1,0	4,0	0,5	38,6	9,6
Жами	161,0	100	299,8	100	298,6	100	687,3	100	438,8	100

Юқоридаги жадвал маълумотларидан кўринадики Ўзбекистонда фақатгина сўнгги 2019 йилда фонд биржаси савдоларида облигациялар билан савдолар ҳажми ошган, аммо бу ўсиш асосан иккита тижорат банкининг облигациялари ҳиссасига тўғри келган (38,42 млрд. сўмлик «Asia allians»

²³ <https://www.uzse.uz/analytics>. <https://stat.uz/uz/2-uncategorised/6692-makroko-rsatkichlar2-> маълумотлари асосида муаллиф томонидан тайёрланган.

²⁴ <https://www.uzse.uz/analytics>-маълумотлари асосида муаллиф томонидан тайёрланган.

АТБ ва 150 млн. сўмлик «Ўзсаноатқурилишбанк» АТБ). Бундан ташқари 2019 йилда мамлакатимизда жами қимматли қоғозлар бозорида облигациялар умумий ҳажмда 0,5 фоиз атрофида баҳоланиб, акциялар бозори эса 99,5 фоиз атрофидаги улушни эгалламоқда (Қимматли қоғозлар Марказий депозитарийсининг 2019 йилдаги фаолият натижаларига кўра 99 209,77 млрд. сўм акциялар умумий ҳажми, 488,06 млрд. сўм облигациялар умумий ҳажми)²⁵.

Тадқиқотлар натижасида баъзи МДХ давлатларида облигациялар савдоси ҳажми акциялар ҳажмидан анча юқорилиги аниқланган. Хусусан, «2018 йилда Қозоғистон «KASE»да акциялар улуши 17,9% облигациялар улуши 82,1%, Беларусия «БВФБ»да мос равишда 2,8% ва 97,2%, Украина «ПФТС»да 6,8% ва 93,2%»²⁶ни ташкил этган. Бундан кўринадики, мамлакатимизда корпоратив тузилмалар молиявий ресурсларни жалб қилишларида ва активларини оширишларида фонд бозори имкониятларидан етарли даражада фойдаланилмапти.

Диссертациянинг «Ўзбекистонга капитал оқимини оширишда фонд бозори имкониятларидан фойдаланиш истиқболлари» деб номланган учинчи бобида Ўзбекистонда капитал бозорини ривожлантириш орқали жаҳон молия бозорига чиқиш истиқболлари ўрганилган ҳамда назарий хулосалар, илмий таклифлар ва амалий тавсиялар ишлаб чиқилган.

Ўзбекистон тарихида халқаро миқёсда инвестицияларни фонд бозори орқали жалб қилишда биринчи энг катта қадам бу шубҳасиз 2019 йил 14-февралда Лондон фонд биржасида Ўзбекистон Республикасининг суверен евробондлар (еврооблигациялар)ини савдоларга қўйилиши бўлди ва ушбу «бенчмарк»²⁷ муваффақиятли амалга оширилди. Аммо ушбу суверен еврооблигацияларни иккиламчи бозорда эгаллаб турган ўрнига ижобий баҳо бериш қийин (6-жадвал).

6-жадвал

Ўзбекистоннинг суверен еврооблигацияларининг иккиламчи бозор савдолари кўрсаткичлари²⁸

10 йиллик еврооблигациялар								
Савдо санаси	05.03. 2019	15.03. 2019	01.04. 2019	29.05. 2019	11.06. 2019	30.09. 2019	10.03. 2020	15.04. 2020
Савдо ҳажми	4000	2000	60000	3300	10000	6000	5000	2500
Нарх	98,04	100,2	99,52	102,25	103,80	109,85	109,90	103,50
5 йиллик еврооблигациялар								
Савдо санаси	22.02. 2019	25.02. 2019	11.06. 2019	03.07. 2019	07.08. 2019	30.08. 2019	06.11. 2019	
Савдо ҳажми	1	18	10000	10000	10000	2000	4000	
Нарх	99,27	99,38	103,22	105,52	106,02	106,08	105,18	

²⁵ Қимматли қоғозлар марказий депозитарийсининг 2019 йилдаги фаолияти яқунлари. <http://www.deponet.uz/uz/page/kimmatli-kogozlarning-markaziy-depozitariysining-2019-yildagi-faoliyati-yakunlari>.

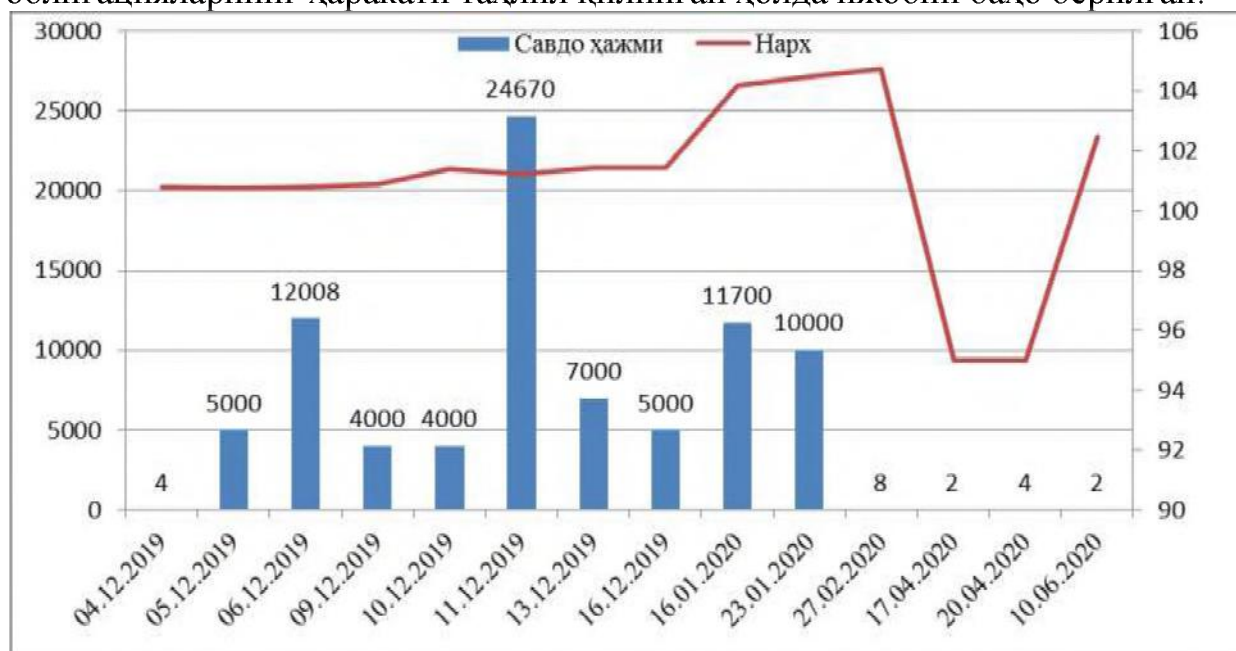
²⁶ Международная ассоциация бирж - Бюллетень биржевой статистики, 2018, с.40 - <https://mab-sng.org-маълумотлар асосида тайёрланган>.

²⁷ Фонд инструментини халқаро бозорда ўрни ва нуфузини аниқлаш.

²⁸ <https://www.londonstockexchange.com> - маълумотлари асосида муаллиф томонидан тайёрланган.

Жадвал маълумотларидан ҳам кўринадики, суверен еврооблигациялар билан иккиламчи бозорда савдолар бор йўғи бир неча мартаба (санокли) амалга оширилган. Бундан ташқари 2020 йилда бошланган пандемия сабабли ушбу облигацияларнинг иккиламчи ҳаракати халқаро бозорда янада тушиб кетди ва савдолар деярли амалга оширилмади.

2019 йил 25 ноябрда миллий компанияларимиз орасидан биринчи бўлиб «Ўзсаноатқурилишбанк» АТБнинг еврооблигацияларини Лондон фонд биржасида савдоларга қўйилиши ҳам муваффақиятли амалга оширилди. Тадқиқотчи томонидан иккиламчи бозорда биринчи халқаро корпоратив облигацияларнинг ҳаракати таҳлил қилинган ҳолда ижобий баҳо берилган.



2-расм. «Ўзсаноатқурилишбанк» АТБнинг корпоратив еврооблигацияларининг иккиламчи бозордаги ҳаракати²⁹

Юқоридаги расмда дунё молия бозорига салбий таъсир кўрсатган 2020 йилда бошланган пандемия «Ўзсаноатқурилишбанк» АТБнинг корпоратив Еврооблигацияларининг нархига ва савдо жараёнига ҳам кескин таъсир кўрсатганлиги ва бунинг натижасида тижорат банки еврооблигациялари номиналидан паст баҳоланлигини кўриш мумкин.

«Ўзсаноатқурилишбанк» АТБнинг халқаро бозордаги биринчи амалиётидан сўнг бир қанча тижорат банклари ўзларининг қимматли қоғозларини жаҳон бозорига қўйиш орқали ташқи бозордан молиявий ресурслар жалб қилишни режалаштирди. Аммо пандемия сабабли жаҳон молия бозоридаги нобарқарор вазият ушбу жараёнларни амалга оширишни номаълум муддатга кечиктиришига сабаб бўлди. Бу эса корпоратив тузилмаларимиз халқаро молия бозорида вазият барқарорлашмагунича эмитент сифатидаги фаолиятни амалга оширмаслиги зарурлигидан далолат беради. Бу эса глобал вазиятни ҳисобга олган ҳолда жаҳон бозорига чиқиш,

²⁹<https://www.londonstockexchange.com/stock/78JE/joint-stock-commercial-bank-uzbek-industrial-and-construction-bank/company-page>- маълумотлари асосида муаллиф томонидан тайёрланган.

корпоратив тузилмалар учун бу каби амалиётлардан келажакда янада муваффақиятли натижаларга эришилишини кафолатлайди.

Ушбу бобда Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2019 йил 9 июлдаги «Аҳоли ва иқтисодий энергия ресурслари билан барқарор таъминлаш, нефть-газ тармоғини молиявий соғломлаштириш ва унинг бошқарув тизимини такомиллаштириш чора-тадбирлари тўғрисида»ги ПҚ-4388-сонли қарорига асосан 2020 йил 1 апрелга қадар «устав капиталидаги улушларининг сотувга чиқарилиши»³⁰ белгиланган 72 та корхонадан инвесторлар томонидан талаб бўлмаганлиги боис «Нефть ва газ қудуқларини синаш» АЖнинг акциялари билан савдолар амалга оширилмаганлиги сабаблари ўрганилган ҳамда аниқланган камчиликларни бартараф этиш юзасида хориж тажрибасига асосан тавсиялар ишлаб чиқилган.

7-жадвал

«Нефть ва газ қудуқларини синаш» АЖнинг акциялари савдосининг шартлари³¹

Кўрсаткичлар	Биринчи марта таклиф этилган шартлар (29.05.2020 й.)	Таклифдаги шартларнинг ўзгариши (15.09.2020 й.)	Таклифдаги шартларнинг ўзгариши (29.10.2020 й.)
Давлат акцияларининг эмитент устав фондидаги улуши	73,87 фоиз	73,87 фоиз	73,87 фоиз
Савдога чиқарилаётган акцияларининг умумий сони	2 041 700 дона оддий акция	2 041 700 дона оддий акция	2 041 700 дона оддий акция
Бир дона акциянинг номинал қиймати (сўм)	500	500	500
Бир дона акциянинг савдога қўйишдаги бошланғич нархи (сўм)	38 235,4	26 764,8	19 118,0
Акциялар пакетининг умумий бошланғич нархи (млн. сўм)	78 065,2	54 645,7	39 033,2
Лотлар сони	битта лот	битта лот	битта лот

Ушбу АЖнинг 73,87 фоиз давлат улуши «Тошкент» РФБда 2020 йил 29 майдан савдоларга чиқарилган бўлиб, беш ой давомида ушбу активларни хусусийлаштириш имконияти бўлмаган. Юқоридаги жадвал маълумотларидан кўринадикки савдоларни ташкил этиш жараёнининг яхши йўлга қўйилмаганлиги сабабли икки марта акциялар нархини пасайтиришга тўғри келинган. Аммо шундан кейин ҳам ушбу таклиф бўйича савдолар амалга оширилмаган. Бунинг асосий сабаби, инвесторлар талаби ўрганилмаганлиги ҳамда нархлар юқори баҳоланганлигидир.

Шуларни ҳисобга олган ҳолда мамлакатимизда оммавий таклифларни амалга ошириш жараёнини такомиллаштиришда тадқиқот ишининг биринчи бобида кўриб ўтилган «Book-building» усулининг нархларни аниқлашда ўрта

³⁰ Ўзбекистон Республикаси Президентининг 09.07.2019 йилдаги «Аҳоли ва иқтисодий энергия ресурслари билан барқарор таъминлаш, нефть-газ тармоғини молиявий соғломлаштириш ва унинг бошқарув тизимини такомиллаштириш чора-тадбирлари тўғрисида»ги ПҚ-4388-сонли қарори.

³¹ www.uzse.uz – интернет сайти маълумотлари асосида муаллиф томонидан тайёрланган.

ваззли қиймат механизмидан ҳамда инвесторлар таркибига чегара қўйиш механизмидан фойдаланиш ижобий натижалар бериши келтириб ўтилган.

Тадқиқотлар натижасида корпоратив тузилмалар молиявий ресурсларга бўлган эҳтиёжларини асосан банк кредитлари орқали қондираётганликлари аниқланган ва бу ҳолат қуйидаги жадвалда акс эттирилган.

8-жадвал

Корпоратив тузилмалар молиявий ресурсларни жалб қилишларида бозор сегментларининг улуши³²

№	Кўрсаткичлар	2017 йил		2018 йил		2019 йил	
		Ҳажми млрд. сўм	(2+3)да улуши фоизда	Ҳажми млрд. сўм	(2+3)да улуши фоизда	Ҳажми млрд. сўм	(2+3)да улуши фоизда
1.	Уюшган фонд бозори савдо айланмаси	304,5	0,3	814,5	0,5	490,8	2,3
2.	Жами фонд бозори савдо айланмаси	22 247,0	18,7	10710,0	7,0	37 681,0	18,0
3.	Юридик шахсларга ажратилган банк кредитлари	96 972,0	81,3	142 964,0	93,0	171 647,0	82,0
4.	Жами (2+3)	119 219,0	100	153 674,0	100	209 328,0	100

Юкоридаги 8-жадвал маълумотларидан кўринадики, мамлакатимизда корпоратив тузилмалар молиявий ресурсларни асосан банк кредитлари ҳисобига қондирмоқда. 2019 йилда фонд бозори орқали молиявий ресурсларни жалб қилиш жадаллашган. Аммо, бу кўрсаткич соф бозор механизмлари орқали ресурс жалб қилишни ўзида намоён қилмайди. Чунки, 2019 йилда юкори улушни уюшмаган фонд бозорида давлат улуши мавжуд корпоратив тузилмаларнинг асосан ёпик обуна орқали амалга оширилиши натижасида юзага келганлигидир. Аслида, фонд бозори орқали молиявий ресурсларни жалб қилишда кредит бозорини уюшган бозор билан солиштириш одилна бўлади. Шу боисдан, уюшган бозорнинг улушига эътибор қаратадиган бўлсак, жами айланманинг 2,3 фоизини биржа ва биржадан ташқари уюшган бозор ташкил этганлиги ушбу натижани яхшилаш зарурлигидан дарак беради.

Ўзбекистоннинг капитал бозорида фаолият юритувчи профессионал иштирокчиларнинг салоҳиятини ошириш ва халқаро микёсда фаолият юритувчи шу каби ташкилотларнинг Ўзбекистонда фаолият олиб боришларини йўлга қўйиш зарур. Чунки, молиявий ресурсларни жалб қилишда бозор ҳолатига аниқ баҳо берадиган, капитал баҳосини аниқлаш орқали уларни таккослаб энг макбул вариантни таклиф қиладиган ҳамда молиявий ресурсларни жалб қилишда капитал структурасига салбий таъсир

³² <http://www.deponet.uz>, www.uzse.uz ва www.cbu.uz - интернет сайтлари маълумотлари асосида муаллиф томонидан тайёрланди.

кўрсатмайдиган ресурсни излаб топишда маслаҳат хизматларини кўрсатадиган профессионал компанияларнинг етарли эмаслиги ҳисобига корпоратив тузилмалар асосан кредит бозорига мурожаат қилмоқда. Чунки, мамлакатимизда фонд бозори капитал баҳоси бўйича кредит бозори билан рақобатлаша олишини қуйидаги 9-жадвалдан ҳам кўришимиз мумкин.

9-жадвал

Ресурс жалб қилишда молия бозорининг сегментлари бўйича капитал баҳоси³³

Бозор номи	Инструмент тури	Капитал баҳоси
Фонд бозори орқали ресурс жалб қилиш	Акцияларни оммавий савдоларга қўйиш орқали ресурс жалб қилиш: Кварц АЖ-ПРОси (2018 йил)	1-йилда: 3,7% + дивиденд; 2-йилдан: фақат дивиденд
	Облигацияларни савдога қўйиш орқали: ЎзСҚБнинг 3 йиллик облигациялари (2019 йил)	ҚМС (16%+2%) + ЯДТМда комиссия йиғим (0,03 - 0,07)%+Мар.Деп.Бух.Ҳис (0,015%) + +ҚҚ.ни Рўй.Ўтказиш (223000) + ҚҚ.ни ҳисобга қўйиш (669000) = =(18,045 -18,085)%+892000 сўм
Кредит бозори орқали ресурс жалб қилиш	Узоқ муддатли кредитлар (2019 йил)	18,0% - 27,6%
	Қисқа муддатли кредитлар (2019 йил)	22,4% - 27,8%

Юқоридаги жадвал маълумотларидан кўринадики, фонд бозори орқали молиявий ресурсларни арзон жалб қилиш имкониятлари мавжуд бўла туриб, мамлакатимизда корпоратив тузилмалар кредит бозорини афзал кўраётганликлари бу, ушбу соҳада бозор ҳолатига баҳо бериш имкониятига эга бўлган консалтинг инфратузилмаси яхши ривожланмаганлигидан ҳамда корпоратив тузилмаларнинг улар билан ҳамкорликлари яхши йўлга қўйилмаганлигидан дарак беради.

Юқоридагиларни ҳисобга олган ҳолда давлат улуши мавжуд бўлган АЖларида молиявий ресурсларни, айниқса инвестиция хусусиятидаги капитални жалб қилишда муқобил вариантларни ҳисобга олинганлиги ва энг мақбул вариант танланганлиги устидан молия йили якуни бўйича назоратни амалга ошириш тизимини йўлга қўйиш зарур. Шунингдек, корпоратив тузилмалар молиявий ресурсларни жалб қилишларида хизмат кўрсатадиган консалтинг институтларини ривожлантириш зарур. Бу эса, Ўзбекистон капитал бозорида кредит бозорига муқобил вариант сифатида фонд бозорининг ривожланишига ижобий таъсир кўрсатади.

³³ www.kvarts.uz, www.uzse.uz ва www.cbu.uz - интернет сайтлари маълумотлари асосида муаллиф томонидан тайёрланди.

Хулоса

Мазкур диссертация ишида олиб борилган тадқиқотлар натижасида қуйидаги хулосалар шакллантирилган:

1. Фонд бозорининг ҳажми мамлакат ялпи ички маҳсулотига нисбатан паст эканлигини ҳисобга олиб акциялар бўйича оммавий савдолар ҳажмини ошириш, бунда давлат улуши мавжуд корхоналарни хусусийлаштиришда IPO ва SPOлардан кенг фойдаланишда ички ва ташқи инвесторлар учун махсус «ROAD SHOW»лар ташкил этиш ва улар орқали капитални фонд бозори орқали жалб қилишни жадаллаштириш зурур. Ўзбекистонда IPOларни ташкил этишда бугунги кунда дунёнинг кўплаб давлатлари амалиётида фойдаланилаётган «Book building» усулини жорий этиш орқали оммавий таклифларни ташкиллаштиришда кесишиш нархларини оптималлаштириш, талаб даражасини олдиндан аниқлаш, салоҳиятли инвесторларни савдоларга жалб қилиш ва чакана инвесторлар ҳамда институционал инвесторларга қимматли қоғозларни тақсимлаш жараёнларини оптималлаштириш имкониятларини яратади.

2. Ўзбекистонда капитал бозори регулятори вазифасини бажаришида «Капитал бозорини ривожлантириш агентлиги»да етарлича ваколат йўқлигини ҳисобга олиб, жаҳоннинг етакчи давлатлари тажрибаларидан келиб чиққан ҳолда агентликга Давлат активларини хусусийлаштиришда ҳамкорликни олиб бориш ва стратегияларни ишлаб чиқиш жараёнларида тўлиқ иштирокини ва ваколатларини таъминлаш имкониятини бериш зарур. Бу орқали давлат активларини хусусийлаштиришда шаффофликка эришиш ва савдоларни ташкил қилиш (давлат активларини ҳам хусусий активларни ҳам сотиш)да ягона шартлар асосида рақобат муҳитини яхшилаш имконияти яратилади.

3. Давлат улуши мавжуд корпоратив тузилмалар молиявий ресурсларни жалб қилишларида фонд бозори имкониятларидан фойдаланилмаётганлигини ҳисобга олиб корпоратив тузилмалар молиявий ресурслар жалб қилишларида хизмат кўрсатадиган консалтинг институтларини ривожлантириш ҳамда улар билан ҳамкорликни йўлга қўйиш лозим. Бундан ташқари, жалб қилинган ресурсларни муқобил вариантлар орасидан энг мақбулини танланганлиги устидан назоратни амалга ошириш фонд бозори орқали капитал ҳаракатини кучайтиради.

4. Ўзбекистонда оммавий савдолар ҳажмининг пастлиги ёки бу борада ҳам давлат аралашувининг юқорилиги, қонунчиликнинг ўта мураккаблиги натижасида инвесторлар учун инвестиция муҳитини яхшилаш заруратининг мавжудлигини ҳисобга олиб, қонунчилик тизимини соддалаштириш ва консолидаллаштириш мақсадида қимматли қоғозлар бозорини тартибга соладиган ягона «кодекс»ни ишлаб чиқиш ва жорий этиш зарур. Бу инвесторлар ўз ҳуқуқ ва мажбуриятларини билишларида, савдоларда қатнашиш тартиб тамойилларини тўлиқ англаб етишларида ҳамда инвестиция жараёнидаги низоли ҳолатларни олдини олишда ва пировардида Ўзбекистонда инвестиция муҳитини яхшилашда ижобий таъсир кўрсатади.

5. Қимматли қоғозлар бозорида савдоларни амалга оширишдаги қулайликлар банклардаги аҳоли учун таклиф этилаётган омонатлар билан рақобатлаша олмаётганлигини ҳисобга олиб, инвесторлар учун Ўзбекистонда қимматли қоғозлар савдоларида мустақил катнашиш (MDA) имкониятини яратадиган мобил илова (APP)ни яратиш ҳамда унга тўлов тизимларини интеграция қилиш орқали амалиётга жорий этиш мақсадга мувофиқ. Бунинг натижасида чакана инвесторлар ҳисобига фонд бозори савдолари ҳажмини янада кўпайтириш, уларнинг молиявий ресурсларини фонд инструментларига йўналтириш орқали миллий фонд бозори инструментларининг ликвидлигини ошириш имкониятлари пайдо бўлади.

6. Фонд бозорида ликвид қимматли қоғозлар гуруҳининг мавжуд эмаслиги яъни иккиламчи бозорда қийинчиликсиз сотиш мумкин бўлган миллий фонд инструментларининг камлигини ҳисобга олиб молиявий инструментларни босқичма босқич девирсификация қилиш керак. Бунда, биринчидан, ипотека облигацияларини муомалага чиқаришда америкача моделдан фойдаланиш, ҳосилавий қимматли қоғозларни чиқаришни йўлга қўйиш ёрдамида нафақат фонд бозори орқали капитал жалб қилишни рағбатлантириш балки аҳолини уй жой билан таъминлашдаги муаммоларни ҳал қилиш, инвесторларга даромадларини оширишда танлаш имкониятининг ошириш, корпоратив тизимларнинг бозор қийматларини аниқлаш уларнинг капиталлашув даражасини ошириш ва молия бозорида рақобат муҳитини яхшилаш имкониятлари яратилади.

7. Ўзбекистон иқтисодиётига фонд бозори орқали даромад олиш имконияти етарлича ёритилмаётганлигини ҳисобга олиб, ахборотларни оммага тақдим этишда менталитетимизни ҳисобга олган ҳолда асосан телевидение ва радиодан кўпроқ фойдаланиш мақсадга мувофиқ бўлади. Бунда жисмоний шахсларнинг молиявий саводхонлиги ҳамда уларнинг фонд бозорида инвестор сифатидаги фаоллиги ошади.

8. Халқаро рейтинг агентликлари томонидан бериладиган индексларда Ўзбекистон кўп жабҳаларда паст кўрсаткичларга эга эканлигини ҳисобга олиб, бу борада мавжуд камчиликларни бартараф этиш мақсадида Республика миқёсида молия бозорининг турли сегментларидан юқори малакали ва амалиётдаги муаммоларни яхши биладиган кадрлардан иборат бўлган ишчи гуруҳ ташкил этиш мақсадга мувофиқ.

**НАУЧНЫЙ СОВЕТ DSc.03/30.12.2019.I.17.01
ПО ПРИСУЖДЕНИЮ УЧЕНЫХ СТЕПЕНЕЙ ПРИ
ТАШКЕНТСКОМ ФИНАНСОВОМ ИНСТИТУТЕ**

КАРШИНСКИЙ ИНЖЕНЕРНО-ЭКОНОМИЧЕСКИЙ ИНСТИТУТ

АЛИКУЛОВ АЗАМАТ ТУЙГУНОВИЧ

**УВЕЛИЧЕНИЕ ПОТОКА КАПИТАЛА ЧЕРЕЗ ФОНДОВЫЙ РЫНОК В
УЗБЕКИСТАНЕ**

08.00.07 – Финансы, денежное обращение и кредит

АВТОРЕФЕРАТ
диссертации доктора философии (Doctor of Philosophy) по экономическим наукам

город Ташкент–2021 год

Тема диссертации доктора философии (Doctor of Philosophy) зарегистрирована под номером № В2019.2.PhD/Iqt943 в Высшей аттестационной комиссии при Кабинете Министров Республики Узбекистан.

Диссертация выполнена в Каршинском инженерно-экономическом институте
Автореферат диссертации на трех языках (узбекском, русском, английском (резюме)) размещен на веб-странице Научного совета (www.tfi.uz) и Информационно-образовательном портале «Ziynet» (www.ziynet.uz).

Научный руководитель: Элмурзаев Самариддин Эшкuvatович
доктор экономических наук, профессор

Официальные оппоненты: Карлибаева Рая Ходжабаевна
доктор экономических наук, профессор

Носиров Эгамкул Исмоилович
кандидат экономических наук

Ведущая организация: Академия Государственного Управления при Президенте Республики Узбекистан

Защита диссертации состоится 13 04 2021 года в 14:00 часов на заседании Научного совета DSc.03/30.12.2019.1.17.01 по присуждению ученых степеней при Ташкентском финансовом институте. Адрес: 100000, г.Ташкент, ул.Амира Темура, 60-А. Тел. (71) 234-53-34, факс: (71) 234-46-26, e-mail: ilmiykengash@tfi.uz.

С диссертацией можно ознакомиться в Информационно-ресурсном центре Ташкентского финансового института (зарегистрировано за № 181). (Адрес: 100000, г.Ташкент, ул.Амира Темура, 60-А. Тел.: (71) 234-53-34, факс: (71) 234-46-26. e-mail: admin@tfi.uz).

Автореферат диссертации разослан 09 04 2021 года.
(реестр протокола рассылки № 19 от 09 04 2021 года).



T. T. Tashbaev
Т.Т. Ташбаев
Председатель научного совета по присуждению ученых степеней, доктор экономических наук, профессор

N. N. Kalidzironi
Н.Н. Калидзирони
Учёный секретарь Научного совета по присуждению ученых степеней, доктор философии по экономическим наукам (PhD)

I. N. Kuzmen
И.Н. Кузмен
Председатель Научного семинара при Научном совете по присуждению ученых степеней, доктор экономических наук, профессор

ВВЕДЕНИЕ (аннотация диссертации доктора философии (PhD))

Актуальность и востребованность темы диссертации. Фондовый рынок, выполняя важные функциональные задачи в привлечении и перераспределении финансовых ресурсов, необходимых для решения реальных экономических и социальных проблем в мире, не только направляет капитал в более прибыльные и перспективные отрасли, но и служит основным индикатором реальной рыночной стоимости активов (даже в глобальном масштабе). В частности, указывается, что «в 2019 году торгооборот фондового рынка по всему миру снизился на 7,854 трлн. долларов США по сравнению с 2018 годом и составил 60,359 трлн. долларов США. Этот показатель упало ниже чем «62,874 трлн. долларов США достигнутой в 2009 году, оказавшем наибольшее негативное влияние на торги фондового рынка периоде мирового кризиса 2008 года»¹.

В мировой практике проводятся научные исследования по изучению движения потоков капитала через фондовый рынок. По результатам проведенного исследования составляются и постоянно совершенствуются соображения по развитию национальных и международных систем фондового рынка. Многие научные исследования, посвященные совершенствованию механизмов торговли на фондовом рынке, использованию международного капитала путем размещения ценных бумаг на мировых фондовых биржах, эффективному использованию привлеченных средств и формированию оптимальной структуры капитала, входят в их число. Однако аспекты, направленные на возможность притока капитала в страну через фондовый рынок, пока не нашли своего научного решения.

В Узбекистане уделяется внимание использованию инфраструктуры фондового рынка для снижения участия государства в экономике за счет активного привлечения иностранных и внутренних инвестиций в отрасли экономики и регионы путем улучшения инвестиционного климата. Оно направлена на улучшение конкурентной среды на финансовом рынке путем «привлечения капитала и развития фондового рынка как альтернативного источника размещения свободных ресурсов предприятий, финансовых институтов и населения»² и в результате этого увеличения притока капитала в экономику. Для того чтобы повысить активность инвесторов на фондовом рынке необходимо в первую очередь повысить уровень ликвидности и диверсификацию ценных бумаг. Потому что сегодня свободное обращение акций в Узбекистане составляет «около 0,5% ВВП»³, а также недостаточность уровень диверсификации ценных бумаг (акций 99 209,77 млрд. сум,

¹ Составлено автором на основе данных <https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.TRAD.CD>.

² Указ Президента Республики Узбекистан УП-4947 от 19 февраля 2019 года «О стратегии действий по дальнейшему развитию Республики Узбекистан».

³ «Для развития рынка капитала право собственности должно быть полностью гарантировано». Интервью с директором Агентства-<https://kun.uz/ru/news/2019/07/16/dlya-razvitiya-rynka-kapitala-pravo-sobstvennosti-doljno-byt-polnostyu-garantirovano-intervyu-s-direktorom-agenstva>.

облигаций составила 488,06 млрд. сум)⁴ вызывает низкий интерес отечественных и иностранных инвесторов к инструментам фондового рынка страны. Поэтому привлечение капитала через фондовый рынок требует разработки предложений по устранению существующих проблем путем углубленного научного изучения всех аспектов. И в этом выражается актуальность темы данной диссертации.

Данное диссертационное исследование в определенной степени служит выполнению задач, определенных в Указе Президента Республики Узбекистан УП-5666 от 19 февраля 2019 года «О дополнительных мерах по эффективному использованию объектов государственной собственности», Постановлении Президента Республики Узбекистан ПП-4300 от 29 апреля 2019 года «О мерах по дальнейшему совершенствованию механизмов привлечения прямых иностранных инвестиций в экономику Республики», Постановлении Кабинета Министров Республики Узбекистан №358 от 26 апреля 2019 года «Об организации проведения первичного и вторичного публичных предложений акций на фондовой бирже», а также других нормативно-правовых актах, относящихся к данной сфере.

Соответствие исследования приоритетным направлениям развития науки и технологий республики. Диссертационное исследование выполнено в соответствии с приоритетным направлением развития науки и технологий республики I. «Духовно-нравственное и культурное развитие демократического и правового государства, формирование инновационной экономики».

Степень изученности проблемы. Теоретические основы фондового рынка, происхождение, организационные структуры институтов финансового рынка и механизмы их функционирования, в частности, вопросы привлечения капитала в экономику через фондовый рынок нашли отражение в научных исследованиях множества зарубежных ученых, таких как, A.Jirnyi, A. Sherman, E. Rosenberg, D.G.Ross, H.David, H.Markowitz, G.Mark, F.Mishkin, J.Chen, L.Gitman, M.Joehnk, R.Jagannathan, R.Juchau, S.Eakins, S. Donadio, S.Ghosh, S.Smart, S. Whright, T. Segal, T. J. Lim, T.Sheridan⁵ и ученых стран СНГ А.И. Басова, А.Е.Дворецкая, В.А.Галанова, В.В.Ковалев, В.В.Чечин, В. Ярошевич, С.З.Мошенский, К.Матвеев, Н. П. Назарчук, О.М.Шевченко⁶.

⁴ Составлено на основе итогов деятельности «Центрального депозитария ценных бумаг» за 2019 год

⁵ David H., Mark G., Sheridan T.- Financial Markets and Corporate Strategy Second European Edition, Published by McGraw-Hill Education 2012, p. 849.; Frederic S. Mishkin, Stanley G. Eakins-Financial Markets and Institutions: Eighth Edition, USA, 2015. p. 615.; L.J.Gitman, M.D.Joehnk, S.Smart, R.H.Juchau, D.G.Ross, S. Whright-Fundamentals of investing, Third edition, Pearson Australia, 2011, p-593.; Sebastien Donadio, Sourav Ghosh-Learn algorithmic trading Build and deploy algorithmic trading systems and strategies using Python and advanced data analysis, UK, 2019, p. 365; Markowitz H.M. Portfolio Selection // The Journal of Finance, Vol. 7, No. 1. (Mar., 1952), pp. 77-91.; Tong Jing Lim*, Building a better bookbuilding system – an examination of the UK's bookbuilding regime and proposed reforms, UCL Journal of Law and Jurisprudence, DOI: 10.14324/111.2052-1871.071, 2016, pp 239-265.; Ravi Jagannathan, Andrei Jirnyi, Ann Sherman, Why don't issuers choose IPO auctions? the complexity of indirect mechanisms-Working Paper 16214, National bureau of economic research 1050 Massachusetts Avenue Cambridge, MA 02138 July 2010, p. 43.

⁶ А.Е.Дворецкая, Рынок капитала в системе финансирования экономического роста в Российской Федерации: автореф. дис. докт. экон. наук: 08.00.10. - М., 2007. – 40 с.; В.А. Галанова и др. Рынок ценных

Отдельные важные аспекты этого вопроса отражены в научных работах отечественных ученых А.В.Вахобова, З.А.Ашурова, И.Л.Бутикова, М.Б.Хамидулина, С.Э.Элмирзаева, Т.С.Маликова, У.Р.Халикова, Ф.Т.Мухамедова, Х.Х.Худойкулова, Ш.Ш.Шоҳазамий, Қ.Р.Чинкулова⁷.

Вышеперечисленные ученые в своих исследованиях изучали некоторые аспекты финансового рынка, в частности фондовый рынок, однако значение фондового рынка как объекта исследования в привлечении капитала в экономику не исследовано. Выбор темы данной диссертации и определение задач исследования основаны именно на этом.

Связь диссертационного исследования с планами научно-исследовательских работ высшего учебного учреждения, где выполнена диссертационная работа. Диссертационное исследование выполнено в соответствии с планом научно-исследовательских работ Каршинского инженерно-экономического института в рамках практического проекта № ИЗ-200170928247 на тему “Совершенствование экономического и финансового механизма повышения предпринимательской активности в домашних хозяйствах в условиях перехода к инновационной экономике”.

Целью исследования является разработка предложений и рекомендаций по увеличению потока капитала через фондовый рынок.

Задачи исследования заключаются в следующем:

раскрыть возникновение фондового рынка и его значение в привлечении капитала;

исследовать теоретические основы привлечения капитала в экономику через фондовый рынок;

изучить мировой опыт привлечения капитала через фондовый рынок;

бумаг: Учебник/ - 2-е изд., перераб. и доп. - М.: Финансы и статистика, 2006. - 448 с.; В.В.Ковалев, Финансовый менеджмент; теория и практика. - 2-е изд., перераб. и доп. - М.: ТК Велби, Изд-во Проспект, 2007. - 1024 с.; В.В.Чечин, Инвестиционные предпочтения частных инвесторов как основа принятия решения на рынке ценных бумаг. автореф. дис. канд. экон. наук: 08.00.10 - Новосибирск, 2017. - 24 с.; С.З.Мошенский. Рынок ценных бумаг: трансформационные процессы/ - Москва: «Экономика», 2010. 239 с.; О.М.Шевченко-Правовое Регулирование деятельности по организации торговли рынки ценных бумаг: Монография/ - Москва: ООО «Проспект», 2017. 325 с.; Н. П. Назарчук. Ипотечное кредитование как инструмент решения жилищных проблем в Российской Федерации : монография/– Тамбов : Изд-во ФГБОУ ВПО «ТГТУ», 2014. 152 с.; Вячеслав Ярошевич, Казимир Матвеев-Механизм первичного публичного размещения акций, Банка Ўски веснік, кастрычнік. 20.08.2014.- с. 46-52.

⁷ А.В.Вахобов, Т.С.Маликов-Молия. Дарслик. «Ношир», Т.: 2011. 712 б.; С.Э.Элмирзаев ва бошқалар. Молия бозори. Дарслик. Т.: «IQTISOD-MOLIYA», 2019. 324 б.; Ш.Ш.Шоҳазамий-Финансовый рынок и ценные бумаги. Книга II. Учебник. Т.: «IQTISOD-MOLIYA», 2005.- 847 с.; У.Р.Халиков: «Ўзбекистонда фонд бозори орқали инвестицион фаолиятни молиялаштиришни такомиллаштириш» Иқтисодиёт фанлари бўйича фалсафа доктори (PhD) диссертацияси автореферати: Т.: 2017, 54 б.; Ф.Т.Мухамедов: «Ўзбекистонда кимматли қоғозлар савдо тизимларини ривожлантириш йўналишлари» Иқтисод фанлари доктори (DSc) илмий даражасини олиш учун тақдим этилган диссертация автореферати: Т.: 2019, 60 б.; Х.Х.Худойкулов: «Фонд бозори активларини баҳолаш механизминини такомиллаштириш» Иқтисодиёт фанлари бўйича фалсафа доктори (PhD) диссертацияси автореферати: Т.: 2018, 52 б.; Қ.Р.Чинкулов: «Акциядорлик жамиятларини корпоратив кимматли қоғозлар орқали молиялаштиришни такомиллаштириш» Иқтисодиёт фанлари бўйича фалсафа доктори (PhD) диссертацияси автореферати: Т.: 2019, 65 б.; Игорь Бутиков: Рынок ценных бумаг Узбекистана: новые горизонты, Журнал «Бозор, пул ва кредит», №1, 2019 г. с. 58-69.; М.Б.Хамидулин-Основные направления оптимизации структуры финансирования экономики Узбекистана, Современная наука: актуальные проблемы и пути их решения. 2016. № 4 (26), с 5.; З.А.Ашуров: «Факторы повышения конкурентоспособности рынка ценных бумаг: листинг, рыночная капитализация и корпоративное управление» «Илм-фан ва инновацион ривожланиш» журнали, №6, 2019, с. 16-26.

изучить влияние практики регулирования фондового рынка на движение капитала в Узбекистане;

проанализировать положение Республиканской фондовой биржи «Тошкент» в движении капитала страны;

проанализировать состояние фондового рынка Республики Узбекистан; определить перспективы выхода Узбекистана на мировой финансовый рынок;

разработать научно обоснованные научные предложения и практические рекомендации по привлечению капитала через фондовый рынок в Узбекистане.

Объектом исследования является деятельность привлечения капитала через фондовый рынок Узбекистана.

Предметом исследования являются финансовые отношения, связанные с привлечением капитала через фондовый рынок.

Методы исследования. В диссертации использованы методы обобщения, группировки, анализа и синтеза, сравнительная анализ, статистическая анализ, сравнения, индукции и дедукции.

Научная новизна исследования заключается в следующем:

обосновано осуществление финансирования в виде акций и облигаций при привлечении финансовых ресурсов в корпоративные структуры, на основе альтернативных вариантов, а также организация контроля за тем, чтобы выбранный вариант был наиболее оптимальным;

обоснованы возможности привлечения недорогих финансовых ресурсов, относительно банковские кредиты в корпоративные структуры с государственным участием за счет использования консалтинговых услуг;

определена цена пересечения акций на основе наиболее востребованной инвесторами средневзвешенной стоимости в пределах ценового диапазона в процессе подготовки ценных бумаг отрасли нефти и газа к публичному размещению;

предложено предварительное определение распределения не менее 25 процентов предлагаемых акций среди розничных инвесторов с учетом финансовых возможностей розничных инвесторов в процессе подготовки ценных бумаг отрасли нефти и газа к публичному размещению.

Практические результаты исследования заключаются в следующем:

показаны возможности укрепления конкурентной среды посредством развития фондового рынка в дополнение к банковской системе в привлечении капитала через финансовый рынок;

разработаны практические рекомендации по приватизации государственных активов и увеличению доли частного сектора с учетом высокой доли государства в экономике, что является одним из основных факторов, препятствующих привлечению капитала через фондовый рынок Узбекистана;

обоснованы необходимость и возможности введения в обращение приемлемых для Узбекистана видов инструментов с точки зрения

диверсификации структуры инструментов фондового рынка в целях развития фондового рынка и увеличения возможностей привлечения капитала;

исследовано расширение масштабов привлечения финансовых ресурсов населения, то есть розничных инвесторов на фондовый рынок, а также развитие деятельности фондового рынка в регионах.

Достоверность результатов исследования определяется тем, что реализованные подходы, методы и теоретические данные получены из официальных источников, анализом данных Агентства по развитию рынка капитала Республики Узбекистан, Агентства по управлению государственными активами Республики Узбекистан, Республиканской фондовой биржи «Тошкент», Центрального депозитария ценных бумаг Республика Узбекистан, Государственного комитета Республики Узбекистан по статистике, а также, Всемирного банка, Лондонской фондовой биржи, Международной ассоциации бирж.

Научная и практическая значимость результатов исследования. Научная значимость результатов исследования определяется тем, что разработанные предложения служат усовершенствованию движения капитала через фондовый рынок Узбекистана на основе опыта международной практики.

Практическая значимость результатов исследования заключается в том, что разработанные предложения могут быть использованы в при разработке принимаемых нормативно-правовых документов по ускорению привлечения капитала в экономику Узбекистана через фондовый рынок, а также совершенствовании учебных программ в высших образовательных учреждениях по дисциплинам «Инвестиции и инновации», «Финансовый рынок».

Внедрение результатов исследования. На основе полученных научных результатов по привлечению капитала через фондовый рынок в Узбекистане:

предложение по осуществлению финансирования в виде акций и облигаций при привлечении финансовых ресурсов в корпоративные структуры, на основе альтернативных вариантов, а также организация контроля за тем, чтобы выбранный вариант был наиболее оптимальным, внедрено в практику Агентства по управлению государственными активами Республики Узбекистан, подтвержденное Постановлением кабинета Министров Республики Узбекистан «О мерах по организации деятельности агентства по управлению государственными активами Республики Узбекистан» №404 15.05.2019 в практике привлечения капитала в госпредприятия под оперативным управлением (справка Агентства по управлению государственными активами Республики Узбекистан №4840/03-10 от 6 октября 2020 года). В результате, повышен уровень доходности привлеченных финансовых ресурсов, а также возросли возможности использования фондового рынка в будущем в качестве альтернативы банковским кредитам в процессе принятия решений государственными корпоративными структурами по привлечению финансовых ресурсов;

предложение по возможности привлечения недорогих финансовых

ресурсов относительно банковские кредиты в корпоративные структуры с государственным участием за счет использования консалтинговых услуг, внедрено в практику Агентства по управлению государственными активами Республики Узбекистан, подтвержденное Указом Президента Республики Узбекистан «О мерах по ускоренному реформированию предприятий с участием государства и приватизации государственных активов» №УП-6096 27.10.2020 (справка Агентства по управлению государственными активами Республики Узбекистан №4840/03-10 от 6 октября 2020 года). В результате, улучшена конкурентная среда через фондовый рынок и банковскую систему посредством привлечения капитала через финансовый рынок, поиска недорогих финансовых ресурсов для корпоративных структур, разработки планов стратегического развития, анализа и оценки рынка капитала;

предложение по определению цены пересечения акций на основе наиболее востребованной инвесторами средневзвешенной стоимости в пределах ценового диапазона в процессе подготовки ценных бумаг отрасли нефти и газа к публичному размещению добавлено в Стратегию по публичному размещению акций «Neft va gaz quduqlarini sinash» и АО «Кашкадарёнефтгазишчитаъминот», согласно приказу Кашкадарьинского областного управления Агентства по управлению государственными активами Республики Узбекистан от 11 ноября 2020 года №ХБ-370/11 (справка АО «Neft va gaz quduqlarini sinash» №1416/13 от 21 октября 2020 года и АО «Кашкадарёнефтгазишчитаъминот» №104 от 21 октября 2020 года). В результате цена, набравшая наибольшее количество голосов, определила самый высокий уровень спроса в структуре общих инвесторов и сформулирована справедливая система установления цен на проведение IPO/SPO;

предложение по предварительному определению распределения не менее 25 процентов предлагаемых акций среди розничных инвесторов с учетом финансовых возможностей розничных инвесторов в процессе подготовки ценных бумаг отрасли нефти и газа к публичному размещению используется в Стратегии для формирования IPO в АО «Neft va gaz quduqlarini sinash» и АО «Кашкадарёнефтгазишчитаъминот» в соответствии с приказом Кашкадарьинского регионального отделения Агентства по управлению государственными активами Республики Узбекистан от 11 ноября 2020 г. № ХБ-370/11 АО «Neft va gaz quduqlarini sinash» и АО «Кашкадарёнефтгазишчитаъминот» (справка АО «Neft va gaz quduqlarini sinash» №1416/13 от 21 октября 2020 года и АО «Кашкадарёнефтгазишчитаъминот» №104 от 21 октября 2020 года). В результате был оптимизирован процесс распределения ценных бумаг среди инвесторов при публичном размещении ценных бумаг.

Апробация результатов исследования. Результаты исследования обсуждены на 10 республиканских и 2 международных научно-практических конференциях.

Публикация результатов исследования. По теме диссертации опубликованы всего 18 научных работ, из них 6 статей в научных изданиях,

рекомендованных Высшей аттестационной комиссией Республики Узбекистан для издания основных результатов докторских диссертаций, в том числе, 3 статьи - в зарубежных журналах.

Структура и объем диссертации. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения и списка использованной литературы. Объем диссертации составляет 133 страницы.

ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ ДИССЕРТАЦИИ

Во введении обоснованы актуальность и востребованность проведенных исследований, их соответствие приоритетным направлениям развития науки и техники, изложены степень изученности проблемы и связь выполненной диссертации с научно-исследовательскими работами высшего учебного заведения, определены цель и задачи диссертационного исследования, представлены объект и предмет исследования, перечислены основные методы исследования, а также изложены научная новизна и практические результаты работы, установлены достоверность и внедрение результатов исследования, приведены данные об апробации результатов исследования, представлены сведения о публикации научных работ по теме диссертационного исследования, структуре и объеме диссертации.

В первой главе диссертации **«Теоретические аспекты привлечения капитала через фондовый рынок»** изучены история возникновения фондового рынка, мировой опыт теоретического обоснования привлечения капитала в экономику через фондовый рынок. Также в конце главы приводятся соответствующие выводы.

В результате проведенного исследования было установлено, что в законодательстве Республики Узбекистан не дано четкого определения термину фондовый рынок. Кроме того, после осуществления структурных изменений на рынке ценных бумаг (создания Агентства по развитию рынка капитала) часто упоминается термин «рынок капитала», но и этот термин также четко не определен ни в одном правовом документе Республики Узбекистан. Поэтому в первой главе диссертационной работы рассматриваются представленные в мировом опыте определения и теоретические подходы к этим терминам.

В результате исследований было установлено, что этим терминам в разных источниках даются разные определения. В то время как некоторые ученые признают, что «фондовый рынок – синоним понятия «рынок ценных бумаг» в целом»⁸, другие «дают им четкое определение значения как отдельным понятиям»⁹. Некоторые экономисты, однако, признают, что «фондовый рынок включает в себя несколько бирж и внебиржевых торговых площадок»¹⁰. Также в некоторых источниках рынок капитала определяется

⁸ С.З.Мошенский. Рынок ценных бумаг: трансформационные процессы-М: «Экономика», 2010. с. 35.

⁹ О.М.Шевченко. Правовое Регулирование деятельности по организации торговли рынка ценных бумаг: Монография/ -Москва: ООО «Прспект», 2017. с. 29.

¹⁰ James Chen-Stock market, Feb 28, 2020.-<https://www.investopedia.com/terms/s/stockmarket.asp>

как «область, в которой фирмы и другие организации, имеющие ресурсы для инвестирования денежных средств при осуществлении своей деятельности, объединяются с физическими лицами и организациями, имеющими ресурсы для инвестирования»¹¹, некоторые пытались описать рынок капитала с учетом именно условий и видов ценных бумаг в направлении их инвестирования. В частности, термин рынок капитала описан зарубежными учеными Фредериком Мишкиным, Стенлеем Еакенсом как «рынок, на котором осуществляется купля-продажа долевых ценных бумаг и долгосрочные долговых обязательств (обычно погашаемых через год или более длительный срок)»¹², В.В.Ковалевым как «рынок капитала представляет собой рынок, на котором аккумулируются и обращаются долгосрочные капиталы и долговые обязательства»¹³, А.Е.Дворецкой как «механизм оптимального распределения ресурсов и эффективного направления национальных сбережений и инвестиций»¹⁴. При этом понятие фондового рынка О.М.Шевченко характеризовал как «систему общественных отношений, связанных с заключением и осуществлением сделок по инвестиционным ценным бумагам (эмиссионным ценным бумагам, инвестиционным паям, паевым инвестиционным фондам и сертификатам участия в ипотеке), а также по производным финансовым инструментам»¹⁵.

В результате проведенного исследования исследователем даны следующие конкретные определения понятиям фондового рынка и рынка капитала:

фондовый рынок - система, связанная с заключением и осуществлением сделок с ценными бумагами;

рынок капитала - это рынок, где ведется торговля среднесрочными и долгосрочными ценными бумагами.

В целях ускорения привлечения капитала через фондовый рынок в диссертационной работе были внесены предложения по применению зарубежного опыта, которого в настоящее время не существует в практике Узбекистана, но путем их внедрения будут созданы дополнительные возможности для увеличения привлечения капитала на фондовый рынок. В частности, посредством внедрения мобильного приложения «APP», интегрированного в программное обеспечение «DMA» (*Direct Market Access*), позволяющего инвесторам в Узбекистане самостоятельно участвовать в торгах на фондовой бирже появились возможности увеличения размера капитала в нашей стране за счет накопления финансовых ресурсов мелких, но многочисленных физических лиц (населения).

¹¹ David Hillier, Mark Grinblatt, Sheridan Titman *Financial Markets and Corporate Strategy*, Published by McGraw-Hill Education, 2012. p.-4.

¹² Frederic S. Mishkin, Stanley G. Eakins-*Financial Markets and Institutions: Eighth Edition*, USA, 2015. p-20.

¹³ Ковалев В.В. *Финансовый менеджмент: теория и практика*. — 2-е изд., перераб. и доп. - М.: ТК Велби, Изд-во Проспект, 2007. - 156 с.

¹⁴ Дворецкая А.Е. *Рынок капитала в системе финансирования экономического роста в Российской Федерации: автореф. дис. докт. экон. наук: 08.00.10*. - М., 2007. – 40 с.

¹⁵ О.М.Шевченко. *Правовое Регулирование деятельности по организации торговли рынки ценных бумаг: Монография/ -Москва: ООО «Проспект», 2017. с. 29.*

Кроме того, в диссертации также были изучены перспективы внедрения в Узбекистане широко используемого в мировой практике метода «Book building», способствующего возможности формулирования стоимости ценных бумаг в процессах IPO¹⁶ на основе наиболее оптимальных и точных требований, упрощающего процесс отбора потенциальных инвесторов. При этом путем проанализированы преимущества и недостатки методов организации IPO путем сравнения, которые приведены в таблице 1.

Таблица 1

Преимущества и недостатки методов организации IPO¹⁷

Особенности	Метод фиксированной цены	Метод аукциона	Метод Book building
Преимущества	<ul style="list-style-type: none"> - продажа акций по заранее определенной цене; - ширина охвата инвесторов; - интенсивность торговли и ликвидности пакета акций; - стабилизация цены акций розничных компаний. 	<ul style="list-style-type: none"> - предложение конкурентных торгов; - предоставление дополнительной базы данных для будущего листинга и IPO; - стандартизация и централизация метода; - определение цену на основе рыночных правил и обеспечение прозрачности расчета клиринговой цены; - ограничение переговоров с третьими лицами; - отсутствие потребности в основном покупателе, определяющем цену. 	<ul style="list-style-type: none"> - определение цены основано на анализе спроса; - прозрачность оценки и определение состава инвесторов по цене; - выражение мнения инвестора и стоимости компании; - малое количество акционеров; - свобода организатора продаж в установлении цен.
Недостатки	<ul style="list-style-type: none"> - большое количество инвесторов; - отсутствие участия инвесторов в определении цены; - риски высокого или низкого определения цен. 	<ul style="list-style-type: none"> - трудности в прогнозировании результатов торгов; - отсутствие гарантий покрытие расходов, понесенных на сбор информации инвесторам; - возможность необоснованного повышения цен инвесторами, не располагающими достаточной информацией; - предложения юрисконсульта могут вызвать колебания; - возможность повышения или понижения цен по согласованию с потенциальными инвесторами. 	<ul style="list-style-type: none"> - ограничение количества аудиторий и отстранение розничного инвестора; - ликвидность акций может быть низкой.

Из приведенных выше данных таблицы видно, что наиболее мощные аспекты среди этих трех методов сосредоточены в методе «Book-building». Как показывают проведенные исследования, «реализация методом аукциона в на основе принципов точного распределения участников в электронной системе в итоге привело к тому, что к 1990-м годам использование метода «Book-building» по открытой цене на Лондонской фондовой бирже привело к

¹⁶ Initial public offering- первичное публичное размещение.

¹⁷ Составлено автором на основе данных исследования.

самому высокому месту»¹⁸. В настоящее время при организации IPO во многих странах мира используется метод «Book-building». Но в нашей стране торговля на фондовом рынке ведется в основном аукционным методом. Несмотря на использование большинства элементов метода «Book-building» и в организованных на особых условиях IPO, использование механизма средневзвешенной стоимости при определении важной цены пересечения, и неиспользование механизмов ограничений на состав инвесторов при распределении акций свидетельствует о том, что положительных результатов можно достичь путем внедрения двух вышеуказанных правил при организации IPO в Узбекистане.

Во второй главе диссертации «**Практическое состояние деятельности фондового рынка по привлечению капитала в Узбекистане**» В результате изучения организационно-экономических условий, влияющих на рынок капитала Узбекистана, было проанализировано современное состояние уровня развития национального фондового рынка и рынка капитала Республики Узбекистан, а в конце главы сформулированы научно обоснованные выводы.

В диссертации изучены объемы торгов на Республиканской фондовой бирже «Тошкент» (далее в тексте - РФБ «Тошкент»), которые приведены на нижеприведенном рисунке 1.

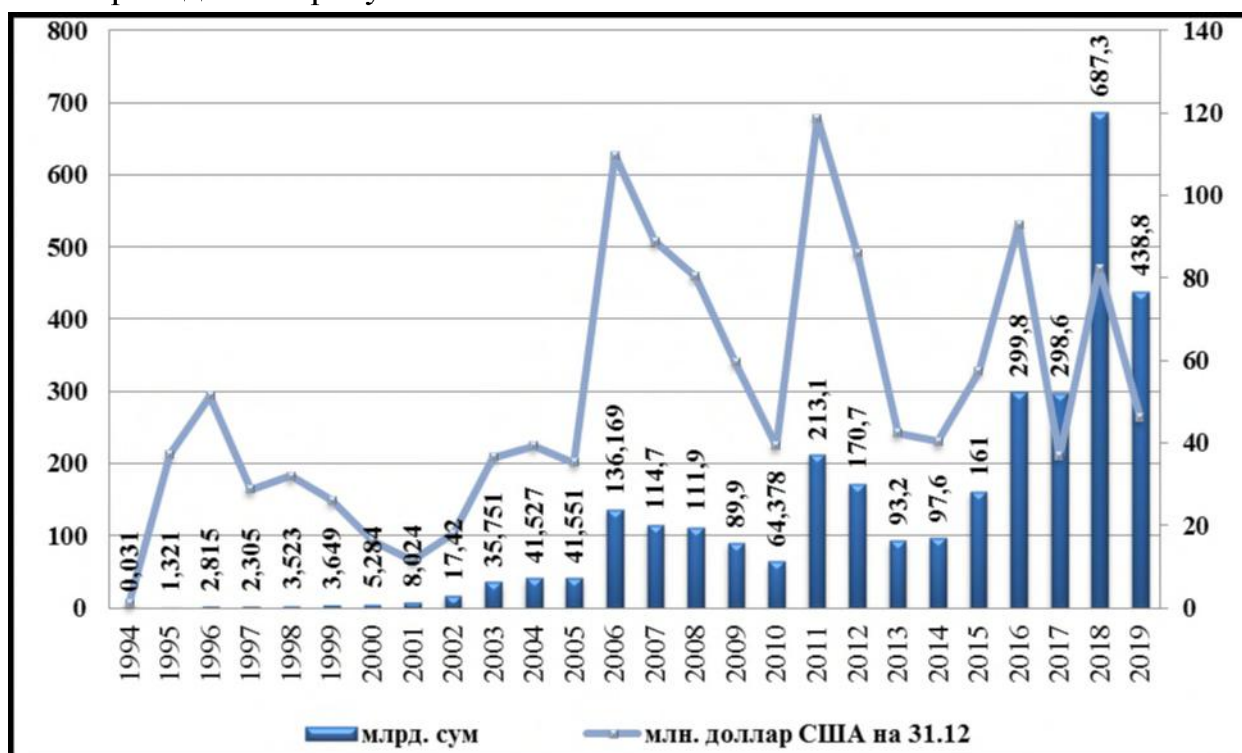


Рисунок 1. Объемы торгов на РФБ «Тошкент» в 1994-2019 годы¹⁹

¹⁸ Tong Jing Lim*, Building a better bookbuilding system – an examination of the uk’s bookbuilding regime and proposed reforms, UCL Journal of Law and Jurisprudence, DOI: 10.14324/111.2052-1871.071, 2016, p-242.- <https://pdfs.semanticscholar.org/1bbc/31a8779b5786a7ba724e9a2fff172a4b390d.pdf>.

¹⁹ Составлено автором на основе годовых аналитических данных РФБ «Тошкент» и сайта www.cbu.uz.

В последние годы торговля на фондовой бирже резко возросла, но, учитывая обесценивание национальной валюты и темпы роста ВВП, этот рост не так значителен, как кажется на самом деле. В частности, как видно из рисунка 1, мы можем засвидетельствовать тот факт, что в результате обесценивания узбекского сума по отношению к иностранным валютам, при расчете наивысшего показателя товарооборота биржевых торгов в долларах США в 2018 году бил ниже показателей за 2006, 2007, 2011 и 2016 годы. В 2019 года можно наблюдать показатели даже ниже уровня 1996 года. Однако если изучить факторы роста объема торговли за последние несколько лет, согласно данных таблицы 2, можно увидеть, что это в основном связано с долями коммерческих банков.

Таблица 2
Доля отраслей при торгах на РФБ «Тошкент» (2014-2019 годы)²⁰

Отрасль	2014 год		2015 год		2016 год		2017 год		2018 год		2019 год	
	Объем (млрд. сум)	Доля, %	Объем (млрд. сум)	Доля, %	Объем (млрд. сум)	Доля, %	Объем (млрд. сум)	Доля, %	Объем (млрд. сум)	Доля, %	Объем (млрд. сум)	Доля, %
Банки	85,6	87,7	141,4	87,8	151,7	50,6	257,6	86,3	591	86	319,5	72,81
Страхование	2,3	2,4	1,0	0,6	2,7	0,9	1,5	0,5	11	1,6	6,8	1,54
Лизинг	0,2	0,2	0,03	0,1	0,3	0,1	3,1	1,0	8,3	1,2	0,08	0,02
Строительство	2,1	2,1	3,05	1,9	3,6	1,2	1,6	0,5	15,8	2,3	35,9	8,2
Промышленность	1,6	1,6	0,5	0,3	73,7	24,6	0,9	0,3	15,8	2,3	39,5	9,0
АПК	2,6	2,7	11,8	7,3	15,9	5,3	27,3	9,2	17,2	2,5	27,9	6,35
Другое	3,2	3,3	3,22	2,0	51,9	17,3	6,6	2,2	28,2	4,1	9,1	2,08
Всего	97,6	100	161,0	100	299,8	100	298,6	100	687,3	100	438,8	100

Поскольку наибольшая доля на биржевых торгах приходилась на вклад коммерческих банков, в диссертационной работе анализировалась активность коммерческих банков на биржевых торгах ценными бумагами. В результате проведенного исследования был сделан вывод о том, что рост активности коммерческих банков на фондовом рынке сопровождался исполнением государственных программ или правительственных решений. Кроме того, учитывая, что «явная доминантность одной отрасли»²¹ на процессах торговли может привести к зависимости от одной отрасли на биржевых торгах и в результате возможности отрицательного повлиания на устойчивость объема торгов, в диссертационно работе указана необходимость улучшения степени диверсификации отраслевой структуры РФБ «Тошкент».

Кроме того, для того чтобы лучше визуализировать ситуацию на фондовом рынке, объем организованного и неорганизованного рынка ценных бумаг, в диссертации, был изучен в таблице 3.

²⁰ Составлено автором на основе годовых аналитических данных РФБ «Тошкент»

²¹ Мухамедов Ф.Т. Направления развития торговых систем рынка ценных бумаг в Узбекистане: Автореферат дисс... д.э.н. (DSc) – Ташкент, 2019. с - 27.

**Объем организованного и неорганизованного рынка ценных бумаг в
Узбекистане²²**

Показатели	2014 год	2015 год	2016 год	2017 год	2018 год	2019 год
Итого торговля ценными бумагами (млрд. сум)	1327,0	3508	14 460	22 247	10710	37 681
Организованный рынок (биржевые торги) (млрд. сум)	97,6	161,0	299,8	298,6	687,3	438,8
Организованный рынок (внебиржевые торги) (млрд. сум)	2,6	9,24	10,93	5,9	127,2	52,0
Организованный рынок, всего (млрд. сум)	100,2	170,2	310,7	304,5	814,5	490,8
Доля организованного рынка (%)	7,6	4,9	2,1	1,4	7,6	1,3
Неорганизованный рынок (млрд. сум)	1226,8	3 337,8	14 150	21 935,5	9 895,5	37 190
Доля неорганизованного рынка (%)	92,4	95,1%	97,9%	98,6%	92,4%	98,7%

Как показывают данные из таблицы, оборот рынка ценных бумаг увеличился в 2019 году. Это было достигнуто путем осуществления закрытой эмиссии акций на 40,6 трлн сум, что в свою очередь свидетельствует о резком росте реализации ценных бумаг через закрытую эмиссию. Это не дает возможности определить рыночную стоимость национальных корпоративных структур, а также проявляется в строгих характеристиках распределения. Это распределение не оказывает благоприятного влияния на уровень капитала корпоративных структур, то есть на увеличение рыночной стоимости активов.

В диссертационной работе исследователь изучал показатель «Buffet indicator», который рассчитывается Всемирным банком и статистические данные которого постоянно поддерживаются, определяется с помощью показателя капитализации фондового рынка и измеряется на основе 5 общепринятых критериев оценки. В результате было установлено, что уровень Узбекистана по этому показателю Баффета соответствует коэффициенту «Significantly Undervalued» на низком уровне – который оставляет 5-процентный, то есть до 50% - очень низкий уровень. В целях оценки ситуации в Узбекистане за последние годы по этому показателю, уровень капитала фондового рынка представлен в таблице 4.

²² Экономика Узбекистана-Информационно-аналитический бюллетень за 2014 год, Т-2015-
<https://data.gov.uz/uploads/datasets/10-56/10-56-55.pdf>, Информация Центра по координации и развитию рынка ценных бумаг по итогам 2016 года - http://opendata.natlib.uz/files/markazlar/qimmatli_qogozlar/tsentra_po_itogam_2016_goda.pdf, Информация Центра по координации и развитию рынка ценных бумаг по итогам 2016 года - http://opendata.natlib.uz/files/markazlar/qimmatli_qogozlar/tsentra_po_itogam_2016_goda.pdf, Результаты деятельности госкомконкуренции Республики Узбекистан за 2017 год - <https://davaktiv.uz/ru/deyatelnost/rezultaty-deyatelnosti/press-relizy-o-rezultatakh-deyatelnosti-komiteta/3190-rezultaty-deyatelnosti-goskomkonkurentsii-respubliki-uzbekistan-za-2017-god>, Обороты Фондового Рынка - <http://www.openinfo.uz/ru/news/34/>, Годовой отчет Центрального депозитария ценных бумаг за 2019 - http://www.deponet.uz/sites/default/files/editor/godovoy_otchet_2019_uz-3.pdf.

Таблица 4

Коэффициент капитализации фондового рынка в Узбекистане²³

Показатели	2014 год	2015 год	2016 год	2017 год	2018 год	2019 год
Количество АО, всего (единиц)	1088	714	659	606	603	593
Количество АО, входящих в листинг (единиц)	133	261	191	186	132	112
Капитализация фондового рынка (млрд. сум)	7018,8	8436,3	7963,5	14817,7	21594,4	52300
Объем ВВП (млрд. сум)	177 153,9	210 183,1	242 495,5	302 536,8	406 648,5	511 838,1
Отношение капитализации фондового рынка к ВВП (в процентах)	3,9	4,0	3,3	4,9	5,3	10.2

Учитывая, что показатель капитализации мирового фондового рынка в 2018 году составил в среднем 92,9%, были сделаны выводы о необходимости улучшения результатов и в этой области, а для этого важно организовать их торговлю с помощью рыночных механизмов с сокращением практики закрытой эмиссии ценных бумаг.

Еще одним важным показателем, повышающим конкурентоспособность фондового рынка с другими сегментами финансового рынка, является уровень диверсификации его инструментов. Поэтому в таблице 5 приведен состав инструментов РФБ «Тошкент».

Таблица 5

Состав торгов на РФБ «Тошкент» по инструментам²⁴

Показатели	2015 год		2016 год		2017 год		2018 год		2019 год	
	Объем (млрд.сум)	Доля (%)	Объем (млрд.сум)	Доля (%)	Объем (млрд.сум)	Доля (%)	Объем (млрд.сум)	Доля (%)	Объем (млрд.сум)	Доля (%)
Рынок акций	153,5	95,3	295,8	98,7	295,6	99,0	683,3	99,5	400,2	90,4
Рынок облигаций	7,5	4,7	4,0	1,3	3,0	1,0	4,0	0,5	38,6	9,6
Всего	161,0	100	299,8	100	298,6	100	687,3	100	438,8	100

Как видно из приведенных выше данных таблицы, в Узбекистане только за последний 2019 год объем торговли облигациями на торгах фондовой биржи увеличился, но этот рост был в основном обусловлен вкладом облигаций двух коммерческих банков (38,42 млрд. сум АКБ «Asia allians» и 150 млн. сум АКБ «Узсаноаткурилишбанк»). Кроме того, в 2019 году в общем

²³ Составлено автором на основе данных <https://www.uzse.uz/analytics>. <https://stat.uz/uz/2-uncategorised/6692-makroko-rsatkichlar2>

²⁴ Составлено автором на основе данных <https://www.uzse.uz/analytics>.

объеме рынка ценных бумаг нашей страны облигации оцениваются примерно в 0,5 процента от общего объема, в то время как рынок акций занимает долю около 99,5 процента (согласно результатам деятельности Центрального депозитария ценных бумаг за 2019 год, общий объем акций составляет 99 209,77 млрд. сум, а облигаций - 488,06 млрд. сум)²⁵.

В результате проведенного исследования было установлено, что объем торговли облигациями в некоторых странах СНГ значительно превышает объем торговли акциями. В частности, «в 2018 году в казахстанском «KASE» доля акций составила 17,9%, а доля облигаций 82,1%, в белорусском «БВФБ» соответственно 2,8% и 97,2%, в украинском «ПФТС» 6,8% и 93,2%»²⁶. Из этого видно, что в нашей стране корпоративные структуры не на достаточном уровне используют возможности фондового рынка для привлечения финансовых ресурсов и увеличения своих активов.

В третьей главе диссертации «Перспективы использования возможностей фондового рынка для увеличения притока капитала в Узбекистан» изучены перспективы выхода на мировой финансовый рынок посредством развития рынка капитала Узбекистана, разработаны теоретические выводы, научные предложения и практические рекомендации.

Первым крупным шагом в истории Узбекистана по привлечению инвестиций на международном уровне через фондовый рынок, несомненно, стало размещение суверенных евробондов (еврооблигаций) Республики Узбекистан на Лондонской фондовой бирже 14 февраля 2019 года, и этот «бенчмарк»²⁷ был успешно реализован. Однако трудно дать положительную оценку месту, которое занимают эти суверенные еврооблигации на вторичном рынке (таблица 6).

Таблица 6

Показатели торгов суверенными еврооблигациями Узбекистана на вторичном рынке²⁸

10-летние еврооблигации								
Дата торгов	05.03. 2019	15.03. 2019	01.04. 2019	29.05. 2019	11.06. 2019	30.09. 2019	10.03. 2020	15.04. 2020
Объем торгов	4000	2000	60000	3300	10000	6000	5000	2500
Цена	98,04	100,2	99,52	102,25	103,80	109,85	109,90	103,50
5-летние еврооблигации								
Дата торгов	22.02. 2019	25.02. 2019	11.06. 2019	03.07. 2019	07.08. 2019	30.08. 2019	06.11. 2019	
Объем торгов	1	18	10000	10000	10000	2000	4000	
Цена	99,27	99,38	103,22	105,52	106,02	106,08	105,18	

²⁵ Итоги деятельности Центрального депозитария ценных бумаг за 2019 год. <http://www.deponet.uz/uz/page/kimmatli-kogozlarning-markaziy-depozitariysining-2019-yildagi-faoliyati-yakunlari>.

²⁶ Международная ассоциация бирж - Бюллетень биржевой статистики, 2018, с.40 - <https://mab-sng.org-maъlumotlar-asosida-tayёрланган>.

²⁷ Определение места и авторитета фондового инструмента на международном рынке.

²⁸ Составлено автором на основе данных <https://www.londonstockexchange.com>

Как видно из данных таблицы, торги с суверенными еврооблигациями на вторичном рынке осуществлялись всего лишь несколько раз. Кроме того, из-за пандемии, начавшейся в 2020 году, вторичное движение этих облигаций еще больше упало на международном рынке, а торговля ими практически не велась.

25 ноября 2019 года первым среди наших национальных компаний АКБ «Узсаноаткурилишбанк» успешно выставил еврооблигации на продажу на Лондонской фондовой бирже. Положительная оценка была дана исследователем при анализе движения первых международных корпоративных облигаций на вторичном рынке.



Рисунок 2. Движение корпоративных еврооблигация АО «Узсаноаткурилишбанк» на вторичном рынке²⁹

На приведенном выше рисунке мы видим, что начавшаяся в 2020 году пандемия, оказавшая негативное влияние на мировой финансовый рынок, оказала резкое влияние на цены корпоративных еврооблигаций АКБ «Узсаноаткурилишбанк», а также на торговый процесс и, как следствие, еврооблигации коммерческих банков оценены ниже номинальной стоимости.

После первой практики АКБ «Узсаноаткурилишбанк» на международном рынке несколько коммерческих банков планировали привлечь финансовые ресурсы с внешнего рынка путем размещения своих ценных бумаг на мировом рынке. Но нестабильная ситуация на мировом финансовом рынке, вызванная пандемией, вызвала задержку реализации этих процессов на неопределенный срок. Это свидетельствует о том, что наши корпоративные структуры не будут осуществлять деятельность в качестве эмитентов до тех пор, пока ситуация на международном финансовом рынке

²⁹Составлено автором на основе данных <https://www.londonstockexchange.com/stock/78JE/joint-stock-commercial-bank-uzbek-industrial-and-construction-bank/company-page>

не стабилизируется. Это гарантирует выход на мировой рынок с учетом глобальной ситуации, а также, достижение более успешных результатов для корпоративных структур в этой деятельности.

В этой главе изучены причины неосуществления торгов с акциями АО «Neft va gaz quduqlarini sinash» из-за отсутствия спроса инвесторов к 72 предприятиям, у которых предусмотрена «продажа доли уставного капитала»³⁰ до 1 апреля 2020 года на основании Постановления Президента Республики Узбекистан ПП-4388 от 9 июля 2019 года “О мерах по стабильному обеспечению экономики и населения энергоресурсами, финансовому оздоровлению и совершенствованию системы управления нефтегазовой отраслью” и на основе зарубежного опыта разработаны рекомендации по устранению выявленных недостатков.

Таблица 7
Условия торгов акциями АО «Neft va gaz quduqlarini sinash»³¹

Показатели	Условия, предложенные впервые (29.05.2020 г.)	Изменение условий предложения (15.09.2020 г.)	Изменение условий предложения (29.10.2020 г.)
Доля государственных акций в уставном фонде эмитента	73,87 процентов	73,87 процентов	73,87 процентов
Общее количество торгуемых акций	2 041 700 шт. обычных акций	2 041 700 шт. обычных акций	2 041 700 шт. обычных акций
Номинальная стоимость одной акции (сум)	500	500	500
Начальная цена, по которой торгуется единица акций (сум)	38 235,4	26 764,8	19 118,0
Общая начальная цена пакета акций (млн. сум)	78 065,2	54 645,7	39 033,2
Количество лотов	один лот	один лот	один лот

Государственная доля, равная 73,87 процентам этого АО была выпущено на торги в РФБ «Тошкент» с 29 мая 2020 года, и в течение пяти месяцев не было возможности приватизации этих активов. Как видно из приведенных выше данных графика, цена акций снизилась в два раза из-за того, что процесс организации торгов не был хорошо налажен. Но даже после этого не было никаких сделок по этому предложению. Основная причина этого заключается в том, что спрос инвесторов не изучен и установлены высокие цены.

Учитывая это, использование механизма рассмотренного в первой главе научно-исследовательской работы метода «Book-building» в совершенствовании процесса реализации массовых предложений в нашей

³⁰ Постановление Президента Республики Узбекистан ПП-4388 от 9 июля 2019 года «О мерах по стабильному обеспечению экономики и населения энергоресурсами, финансовому оздоровлению и совершенствованию системы управления нефтегазовой отраслью».

³¹ Составлено автором на основе данных сайта www.uzse.uz

стране при определении цен, а также механизма ограничения величины среднего веса и состава инвесторов даст положительные результаты.

В результате проведенных исследований было установлено, что корпоративные структуры удовлетворяют свои потребности в финансовых ресурсах в основном за счет банковских кредитов, и эта ситуация отражена в таблице ниже.

Таблица 8

Доля сегментов рынка в привлечении финансовых ресурсов корпоративных структур³²

№	Показатели	2017 год		2018 год		2019 год	
		объем млрд. сум	доля в (2+3) %	объем млрд. сум	доля в (2+3) %	объем млрд. сум	доля в (2+3) %
1.	Торгооборот организованного фондового рынка	304,5	0,3	814,5	0,5	490,8	2,3
2.	Общий торгооборот фондового рынка	22 247,0	18,7	10710,0	7,0	37 681,0	18,0
3.	Банковские кредиты, выданные юридическим лицам	96 972,0	81,3	142 964,0	93,0	171 647,0	82,0
4.	Всего (2+3)	119 219,0	100	153 674,0	100	209 328,0	100

Как видно из приведенных выше данных табл. 8, корпоративные структуры в нашей стране удовлетворяют финансовые ресурсы в основном за счет банковских кредитов. Привлечение финансовых ресурсов через фондовый рынок в 2019 году ускорился. Однако этот показатель не проявляется в привлечении ресурсов чисто через рыночные механизмы. Потому что высокая доля в 2019 году вызвана тем, что доля государства на неорганизованном фондовом рынке является результатом реализации корпоративных структур, в основном через закрытую подписку. На самом деле, было бы справедливо сравнить кредитный рынок с организованным рынком, когда речь идет о привлечении финансовых ресурсов через фондовый рынок. Поэтому, если обратить внимание на долю организованного рынка, то тот факт, что 2,3 процента от общего оборота приходится на биржевой и внебиржевой организованный рынок, означает, что необходимо улучшить этот результат.

Необходимо повысить потенциал профессиональных участников рынка капитала Узбекистана и наладить деятельность аналогичных организаций, действующих на международном уровне в Узбекистане. Поскольку, в силу неадекватности профессиональных компаний, оказывающих консультационные услуги при поиске ресурса, дающего четкую оценку

³² Составлено автором на основе данных сайтов <http://www.deponet.uz>, www.uzse.uz и www.cbu.uz.

рыночной ситуации при привлечении финансовых ресурсов, предлагающего наиболее оптимальный вариант путем их сравнения при определении цены капитала, и не оказывающего негативного влияния на структуру капитала при привлечении финансовых ресурсов, корпоративные структуры обращаются в основном кредитному рынку. Потому что из приведенной ниже таблицы 9 видно, что фондовый рынок в нашей стране может конкурировать с кредитным рынком с точки зрения удорожания капитала.

Таблица 9

Стоимость капитала по сегментам финансового рынка при привлечении ресурсов³³

Название рынка	Тип инструмента	Стоимость капитала
Привлечение ресурсов через фондовый рынок	Привлечение ресурсов путем размещения акций в публичной продаже: IPO АО Кварц (2018)	В первый год: 3,7% + дивиденды; Во второй год: только дивиденды
	Путем размещения облигаций в публичной продаже: 3 летние облигации УзПСБ (2019)	ставка рефинансирования (16%+2%) + комиссионный сбор на ЕПТК (0,03% - 0,07%)+ +Бух. Учёт. Цент. Деп. (0,015%) + Рег. Цен. Бум. (223000) + пост. учёт ценных бумаг (669000) = (18,045 - 18,085)%+892000 сум
Привлечение ресурсов через кредитный рынок	Долгосрочные кредиты (2019)	18,0% - 27,6%
	Краткосрочные кредиты (2019)	22,4% - 27,8%

Как видно из приведенных выше данных таблицы, при наличии возможностей недорогого привлечения финансовых ресурсов через фондовый рынок корпоративные структуры в нашей стране отдают предпочтение кредитному рынку, это говорит о том, что консалтинговая инфраструктура, способная оценить рыночную ситуацию в этой сфере, недостаточно развита, а также сотрудничество корпоративных структур с ними недостаточно налажена.

Учитывая вышеизложенное, необходимо установить систему контроля по итогам финансового года над выбором наиболее оптимального варианта и с учетом альтернативных вариантов привлечения финансовых ресурсов, особенно капитала инвестиционного характера в акционерных обществах с государственной долей. Необходимо также развивать консалтинговые институты, где корпоративные структуры служат привлечению финансовых ресурсов. Это положительно скажется на развитии фондового рынка как альтернативы кредитному рынку на рынке капитала Узбекистана.

³³ Составлено автором на основе данных сайтов www.kvarts.uz, www.uzse.uz и www.cbu.uz

Заключение

В результате исследований, проведенных в данной диссертационной работе, были сформулированы следующие выводы:

1. Учитывая, что объем фондового рынка невелик по отношению к валовому внутреннему продукту страны, необходимо увеличить объем публичных торгов акциями, создать специальные «ROAD SHOW» для отечественных и зарубежных инвесторов, широко использовать IPO и SPO при приватизации предприятий с государственной долей и ускорить привлечение капитала через фондовый рынок. Благодаря внедрению в Узбекистане метода «Book building», который в настоящее время используется в практике многих стран мира при организации IPO, создаются возможности для оптимизации сквозных цен при организации массовых предложений, определения уровня спроса заранее, привлечения потенциальных инвесторов к торговле и оптимизации процессов обращения ценных бумаг, распределения для розничных инвесторов.

2. Учитывая, что у «Агентства по развитию рынка капитала» недостаточно полномочий для выполнения роли регулятора рынка капитала в Узбекистане, необходимо предоставить агентству возможность осуществлять сотрудничество в сфере приватизации государственных активов и обеспечить его полноценное участие и компетентность в процессах разработки стратегии, основанной на принципах государственно-частного партнерства. Благодаря этому будет создана возможность добиться прозрачности приватизации государственных активов и улучшения конкурентной среды на основе единых условий в организации продаж (продажи как государственных, так и частных активов).

3. Учитывая тот факт, что корпоративные структуры с государственной долей не используют возможности фондового рынка для привлечения финансовых ресурсов, необходимо развивать и налаживать сотрудничество с консалтинговыми институтами, оказывающими услуги по привлечению финансовых ресурсов корпоративных структур. Кроме того, контроль за выбором наиболее оптимального из альтернативных вариантов задействованных ресурсов усиливает движения капитала через фондовый рынок.

4. Учитывая низкий объем публичной торговли в Узбекистане или высокий уровень государственного вмешательства в эту сферу, необходимость улучшения инвестиционного климата для инвесторов в результате крайней сложности законодательства, с целью упрощения и консолидации законодательной системы необходимо разработать и ввести единый «кодекс», регулирующий рынок ценных бумаг. Это положительно сказывается на знании инвесторами своих прав и обязанностей, полном понимании принципов процедуры участия в торгах, предотвращении конфликтных ситуаций в инвестиционном процессе и, в конечном счете, улучшении инвестиционного климата в Узбекистане.

5. Учитывая, что благоприятные условия торговли на рынке ценных бумаг не могут конкурировать с предлагаемыми депозитами для населения в банках, инвесторам стоит создать мобильное приложение (APP), предоставляющее возможность самостоятельного участия в торговле ценными бумагами (MDA) в Узбекистане, а также внедрить в практику путем интеграции в него платежных систем. В результате у розничных инвесторов появляются возможности повысить ликвидность инструментов национального фондового рынка за счет дальнейшего увеличения объема биржевой торговли, направляя свои финансовые ресурсы на фондовые инструменты.

6. Необходимо поэтапно диверсифицировать финансовые инструменты, учитывая отсутствие группы ликвидных ценных бумаг на фондовом рынке, то есть дефицита национальных фондовых инструментов, которые можно без труда продать на вторичном рынке. При этом, прежде всего, с помощью использования американской модели в обращении ипотечных облигаций, выпуска производных ценных бумаг, можно не только стимулировать привлечение капитала через фондовый рынок, но и решить проблемы в обеспечении населения жильем, увеличить выбор инвесторов в увеличении их доходов, определить рыночную стоимость корпоративных структур для повышения уровня их капитала и улучшения конкурентной среды на финансовом рынке.

7. Учитывая тот факт, что возможность получения дохода через фондовый рынок для экономики Узбекистана недостаточно раскрыта, целесообразно использовать в основном телевидение и радио, учитывая наш менталитет в предоставлении информации населению. При этом повышается финансовая грамотность физических лиц и их активность на фондовом рынке в качестве инвестора.

8. Учитывая тот факт, что Узбекистан имеет низкие показатели по многим направлениям в индексах, представляемых международными рейтинговыми агентствами, в целях устранения имеющихся в этой связи недостатков целесообразно создать рабочую группу, состоящую из высококвалифицированных и хорошо разбирающихся в вопросах управления персоналом кадров из различных сегментов финансового рынка в республиканском масштабе.

**SCIENTIFIC COUNCIL DSc. 03/30.12.2019.I.17.01
AWARDING SCIENTIFIC DEGREES
AT TASHKENT INSTITUTE OF FINANCE
KARSHI ENGINEERING-ECONOMICS INSTITUTE**

ALIKULOV AZAMAT TUYGUNOVICH

**INCREASING CAPITAL FLOW THROUGH THE STOCK MARKET IN
UZBEKISTAN**

08.00.07 –Finance, money circulation and credit

**ABSTRACT
of the dissertation of the doctor of philosophy (PhD) on economic sciences**

Tashkent city – 2021 year

The theme of dissertation of Doctor of Philosophy (PhD) was registered under number B2019.2.PhD/Iqt943 at the Supreme Attestation Commission at the Cabinet of Ministers of the Republic of Uzbekistan.

Doctoral dissertation has been prepared at the Karshi engineering-economics institute.

The abstract of the dissertation is published in three languages (Uzbek, Russian and English (summary)) on the website of the Scientific Council (www.tfi.uz) and on the website "Ziyonet" Informational and educational portal (www.ziyonet.uz).

Scientific supervisor: Elmirzaev Samariddin Eshkuvatovich
Doctor of Economic sciences, Professor

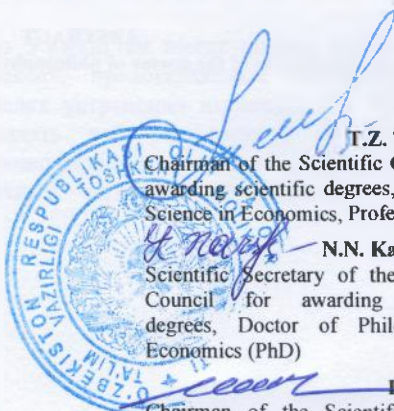
Official opponents: Karlibaeva Raya Khodjabaevna
Doctor of Economic sciences, Professor
Nosirov Egamkul Ismoilovich
Candidate of Economic sciences

Leading organization: The Academy of Public Administration under
the President of the Republic of Uzbekistan

The defense of the dissertation will take place on 04 «03», 2021 at 14⁰⁰ at the meeting of the Scientific Council DSc.03/30.12.2019.1.17.01 at Tashkent Institute of Finance. Address: 100000, 60 A, Amir Timur street, Tashkent city; phone: (99871) 234-53-34, fax: (99871) 234-46-26; e-mail: ilmiykengash@tifi.uz.

The dissertation (PhD) is available at the Information resource center of Tashkent Institute of Finance (registered number 471). Address: 100000, 60 A, Amir Timur street, Tashkent city; phone: (99871) 234-53-34, fax: (99871) 234-46-26; e-mail: admin@tifi.uz.

The abstract of the dissertation was distributed on «09» 04 2021.
(mailing report № 14 dated «09» 04 2021)



T.Z. Teshabaev
Chairman of the Scientific Council for
awarding scientific degrees, Doctor of
Science in Economics, Professor

N.N. Kalandarova
Scientific Secretary of the Scientific
Council for awarding scientific
degrees, Doctor of Philosophy in
Economics (PhD)

I.N. Kuziev
Chairman of the Scientific seminar
under the Scientific Council for
awarding scientific degrees, Doctor of
Science in Economics, Professor

INTRODUCTION (abstract of the thesis of the Doctor of Philosophy (PhD))

The aim of the research work is to develop proposals and recommendations for increasing the flow of capital through the stock market.

The object of the research work is the activity of raising capital through the stock market of Uzbekistan.

The scientific novelty of the research work comprised of followings:

justified the implementation of financing in the form of shares and bonds when attracting financial resources to corporate structures, on the basis of alternative options, as well as organization of control to ensure that the selected option is the most optimal;

substantiated the possibility of attracting low-cost financial resources than bank loans to corporate structures with state participation through the use of consulting services;

the price of the intersection of shares was determined based on the weighted average value most demanded by investors within the price range in the process of preparing securities for public offering;

a preliminary determination of the distribution of at least 25 percent of the proposed shares among retail investors is proposed, taking into account the financial capabilities of retail investors in the process of preparing securities for a public offering.

Implementation of research results. Based on the obtained scientific results on raising capital through the stock market in Uzbekistan:

a proposal for the implementation of financing in the form of shares and bonds when attracting financial resources to corporate structures, on the basis of alternative options, as well as the organization of control to ensure that the selected option is the most optimal, has been introduced into the practice of the Agency for State Assets Management of the Republic of Uzbekistan, confirmed by the Cabinet Resolution Of the Ministers of the Republic of Uzbekistan "On measures to organize the activities of the agency for the management of state assets of the Republic of Uzbekistan" No. 404 05/15/2019 in the practice of attracting capital to state-owned enterprises under operational management (certificate of the Agency for State Assets Management of the Republic of Uzbekistan No. 4840 / 03-10 dated October 6, 2020). As a result, the level of profitability of attracted financial resources has been increased, as well as in the process of making decisions by state corporate structures to attract financial resources in the future, the possibilities of using the stock market as an alternative to bank loans have increased;

a proposal for the possibility of attracting low-cost financial resources than bank loans to corporate structures with state participation through the use of consulting services, introduced into the practice of the Agency for State Assets Management of the Republic of Uzbekistan, confirmed by the Decree of the President of the Republic of Uzbekistan "On measures for accelerated reform of enterprises with state participation and privatization of state assets" No.UP-6096

10/27/2020 (certificate of the State Assets Management Agency of the Republic of Uzbekistan No. 4840 / 03-10 dated October 6, 2020). As a result, the competitive environment through the stock market and the banking system has been improved by raising capital through the financial market, searching for inexpensive financial resources for corporate structures, development of strategic development plans, analysis and assessment of the capital market;

a proposal to determine the price of the crossing of shares based on the weighted average value most demanded by investors within the price range in the process of preparing securities of the oil and gas industry for public offering was added to the strategy for public offering of shares of "Neft va gaz quduqlarini sinash" and JSC "Qashqadaryoneftgazishchita'minot" Order of the Kashkadarya Regional Department of the Agency for State Assets Management of the Republic of Uzbekistan dated November 11, 2020 No. XE-370/11 (certificate of JSC "Neft va gaz quduqlarini sinash" No. 1416/13 dated October 21, 2020 and JSC "Qashqadaryoneftgazishchitaminot" No. 104 dated 21 October 2020). As a result, the price with the most votes determined the highest level of demand in the structure of general investors and a fair system for setting prices for IPO / SPO was formulated;

a proposal for the preliminary determination of the distribution of at least 25 percent of the offered shares among retail investors, taking into account the financial capabilities of retail investors in the process of preparing securities of the oil and gas industry for public offering, is used in the Strategy for the formation of an IPO in JSC "Neft va gaz quduqlarini sinash" and JSC "Qashqadaryoneftgazishchitaminot" in accordance with the order of the Kashkadarya regional branch of the State Assets Management Agency of the Republic of Uzbekistan dated November 11, 2020 No. XE-370/11 JSC "Neft va gaz quduqlarini sinash" and JSC "Qashqadareneftgazishchitaminot" (certificate of JSC "Neft va gaz quduqlarini sinash" October 2020). As a result, the process of distribution of securities among investors during a public offering of securities was optimized.

Approbation of the research results. The results of this study were discussed at 10 republican and 2 international scientific and practical conferences.

Publication of the research results. A total of 18 scientific works have been published on the topic of the dissertation, including 6 articles in scientific publications recommended by the Supreme Attestation Commission at the Cabinet of Ministers of the Republic of Uzbekistan for the publication of the main scientifically results of doctoral dissertations, including 3 articles in foreign journals.

Structure and scope of the dissertation. The dissertation consists of an introduction, three chapters, a conclusion and a list of references. The volume of the dissertation is 133 pages.

ЭЪЛОН ҚИЛИНГАН ИШЛАР РЎЙХАТИ
СПИСОК ОПУБЛИКОВАННЫХ РАБОТ
LIST OF PUBLISHED WORKS

I бўлим (I часть, part I)

1. Аликулов А.Т. Ўзбекистонда иқтисодийни либераллаштириш ва унинг капитал оқимига таъсири // Иқтисод ва молия. – Тошкент, 2019 йил, №6 (126), 54-58-б.(08.00.00; №18)

2. A.Alikulov. Capital inflow through Eurobonds in Uzbekistan. International Journal of Economics, Commerce and Management // ISSN 2348 0386 Vol VII, Issue 10 (2019) Pages: 160-165. <http://ijecm.co.uk/wp-content/uploads/2019/10/71011.pdf> (№5; GIF-0,656)

3. Аликулов А.Т. «Тошкент» РФБ савдоларида тижорат банклари қимматли қоғозлари фаоллиги таҳлили // Халқаро молия ва ҳисоб илмий электрон журнали. – Тошкент, 2020 йил, №1, 1-8-б. <http://uzscite.uz/wp-content/uploads/2020/05/toshkent-rfb-savdolarida-tizhorat-banklari-immatli-ozlari-faolligi-ta-lili.pdf> (08.00.00; №19)

4. Аликулов А.Т. «Тошкент» РФБ мамлакатимиз молия бозорининг муҳим бўғини сифатида // «Ижтимоий соҳалар инфратузилмасини ривожлантиришнинг методологик муаммолари» профессор-ўқитувчиларнинг илмий амалий анжумани, Самарқанд, 2014 йил, 172-174 б.

5. Аликулов А.Т. Ўзбекистоннинг инвестиция муҳитини яхшилашда эркин иқтисодий ҳудудларнинг аҳамияти // «Ўзбекистонда молиявий секторнинг ролини ошириш ва унда илғор хориж тажрибасидан фойдаланиш» мавзусидаги халқаро илмий-амалий конференция материаллари тўплами, I қисм, Тошкент, 2015 йил, 607-609 б.

6. Аликулов А.Т. Фонд бозорида инвестициялар ҳолати таҳлили // «Иқтисодийнинг реал сектори самарадорлигини оширишда бухгалтерия ҳисоби, иқтисодий таҳлил ва аудитни такомиллаштириш масалалари» мавзусидаги Республика илмий-амалий анжумани материаллари тўплами, Тошкент, 2015 йил, 431-432 б.

7. Аликулов А.Т. Совершенствования механизмов торговли на фондовом рынке Узбекистана // Актуальные вопросы экономики: сборник статей IV Международной научно-практической конференции. – Пенза: МЦНС «Наука и Просвещение», ISBN 978-5-00159-667-7. – 2020г., с. 63-66.

II бўлим (II часть, part II)

8. A.Alikulov, G.Jumayeva, A.Khayriddinov, O.Samadov. The Impact of Direct Foreign Investment on the Economic and Social Development of Uzbekistan // International Journal of Psychosocial Rehabilitation. Volume 24, Issue 04, 2020, pages 6374-6382. DOI: 10.37200/IJPR/V24I4/PR2020447. ISSN: 1475-7192 (Impact Factor-0,08, H-Index-6, SJR-0,125)

9. Аликулов А.Т. Иқтисодийга капитал жалб қилишда фонд бозори инструментларининг аҳамияти // Молия ва Банк иши электрон илмий журнали. – Тошкент, 2020, №3, 331-336-б. http://journal.bfa.uz/maqola/Maqola_3_son_2020.pdf (08.00.00; №17)

10. A.Alikulov, O.Samadov, Z.Khamrayeva. Problems of improving stock market trading mechanisms in Uzbekistan // Novateur publications JournalNX. Volume 6, Issue 7, July 2020, pages 330-334. ISSN No: 2581-4230 <https://journalnx.com/papers/20151549-market-trading-mechanisms.pdf> (№2; JIF-5,764);

11. Аликулов А.Т., Ҳақимов А.Л. Ўзбекистонда инвестиция лойиҳалари ва молиялаштириш масалалари // «Иқтисодиёт ва халқимиз ҳаёт сифатини юксалтиришда хизмат кўрсатиш соҳасини ривожлантиришнинг долзарб муаммолари» Республика анъанавий илмий-амалий конференцияси, Самарқанд, 2015 йил, 166-169 б.

12. Аликулов А.Т., Рашидов Р. «Тошкент» РФБда бирламчи ва иккиламчи қимматли қоғозлар бозори таҳлили // «Иқтисодиётнинг реал сектори самарадорлигини оширишда бухгалтерия ҳисоби, иқтисодий таҳлил ва аудитни такомиллаштириш масалалари» мавзусидаги Республика илмий-амалий анжумани материаллари тўплами, Тошкент, 2015 йил, 432-433 б.

13. Аликулов А.Т. Гаппаров Ф.Қ. «Тошкент» РФБда инвестициялар ҳолати таҳлили // «Ёш олимлар ва талабалар иштирокида “XXI АСР – ИНТЕЛЛЕКТУАЛ АВЛОД АСРИ» шиори остида Қашқадарё ва Сурхондарё вилоятлари ҳудудий илмий-амалий анжумани тўплами, Қарши, 2016 йил, 187-188 б.

14. Аликулов А.Т., Жураев У.У. «Тошкент» РФБда инвесторлар таркиби // Мирзо Улуғбек номидаги Ўзбекистон Миллий университетида чоп этилган «Интеллектуал салоҳият тараққиёт мезони» мавзусидаги илмий мақолалар тўплами 4-китоби, Тошкент, 2017 йил, 60-61 б.

15. Аликулов А.Т., Қаюмов М. «Тошкент» РФБнинг мамлакатимиз молия бозоридаги аҳамияти // Мирзо Улуғбек номидаги Ўзбекистон Миллий университетида чоп этилган «Интеллектуал салоҳият тараққиёт мезони» мавзусидаги илмий мақолалар тўплами 7-китоби, Тошкент, 2017 йил, 69-70 б.

16. Аликулов А.Т., Қодиров А. «Тошкент» РФБда бирламчи ва иккиламчи қимматли қоғозлар бозори таҳлили // Мирзо Улуғбек номидаги Ўзбекистон Миллий университетида чоп этилган «Интеллектуал салоҳият тараққиёт мезони» мавзусидаги илмий мақолалар тўплами 7-китоби, Тошкент, 2017 йил, 153-155 б.

17. Аликулов А.Т., Самадов О.А. «Тошкент» РФБнинг мамлакатимиз молиявий ресурслар жалб қилишда аҳамияти // «Инновацион иқтисодиётга ўтиш шароитида уй хўжалиқларида тадбиркорлик фаоллигини оширишнинг иқтисодий ва молиявий механизмини такомиллаштириш» мавзусидаги Республика илмий-амалий анжумани тўплами, Қарши, 2019 йил, 145-148 б.

18. Аликулов А.Т. Ўзбекистонга фонд бозор орқали капитал жалб қилишда ахборот технологияларидан фойдаланиш истиқболлари // Ўзбекистонда илмий-амалий тадқиқотлар мавзусидаги Республика кўп тармоқли илмий масофавий онлайн конференция материаллари, Тошкент, 2020 йил, 9-қисм, 29-30 б.

Автореферат “Молия” журналида тахрирдан ўтказилди
(02.04.2021)

Босишга рухсат этилди: 09.04.2021 йил.
Бичими 60x84. «Times New Roman»
Гарнитурда рақамли босма усулида босилди.
Шартли босма табағи 3,6. Адади: 100. Буюртма № 6

«DAVR MATBUOT SAVDO» МЧЖ
босмахонасида чоп этилди.
100196, Тошкент, Қўйлик, 4-мавзе, 46.

