

**ТОШКЕНТ МОЛИЯ ИНСТИТУТИ**  
**ҲУЗУРИДАГИ ИЛМӢЙ ДАРАЖАЛАР БЕРУВЧИ**  
**DSc.03/30.12.2019.I.17.01 РАҚАМЛИ ИЛМӢЙ КЕНГАШ**  

---

**ТОШКЕНТ МОЛИЯ ИНСТИТУТИ**

**КАРИМОВ АКРАМЖОН ИКРОМЖОН ЎҒЛИ**

**АҲОЛИНИНГ БЎШ ПУЛ МАБЛАҒЛАРИНИ ЖАЛБ ҚИЛИШ ОРҚАЛИ**  
**ҚИММАТЛИ ҚОҒОЗЛАР БОЗОРИНИ РИВОЖЛАНТИРИШ**

**08.00.07 – Молия, пул муомаласи ва кредит**

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

**Тошкент шаҳри – 2021 йил**

**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**

**Каримов Акрамжон Икромжон ўғли**

Аҳолининг бўш пул маблағларини жалб қилиш орқали қимматли қоғозлар  
бозорини ривожлантириш.....3

**Каримов Акрамжон Икромжон угли**

Развитие рынка ценных бумаг за счет привлечения свободных денежных  
средств населения.....27

**Karimov Akramjon Ikromjon ugli**

Development of the securities market by attracting free funds from the  
population.....51

**Эълон қилинган ишлар рўйхати**

Список опубликованных работ

List of published works.....56

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

---

**ТОШКЕНТ МОЛИЯ ИНСТИТУТИ**

**КАРИМОВ АКРАМЖОН ИКРОМЖОН ЎҒЛИ**

**АҲОЛИНИНГ БЎШ ПУЛ МАБЛАҒЛАРИНИ ЖАЛБ ҚИЛИШ ОРҚАЛИ**  
**ҚИММАТЛИ ҚОҒОЗЛАР БОЗОРИНИ РИВОЖЛАНТИРИШ**

**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 мавзуси Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамаси ҳузуридаги Олий аттестация комиссиясида В2020.4.PhD/Iqt1216 рақам билан рўйхатга олинган.**

Диссертация Тошкент молия институтида бажарилган.

Диссертация автореферати уч тилда (ўзбек, рус, инглиз (резюме)) Илмий кенгаш веб-саҳифасида ([www.tfi.uz](http://www.tfi.uz)) ва «Ziyonet» Ахборот-таълим порталида ([www.ziyonet.uz](http://www.ziyonet.uz)) жойлаштирилган.

<b>Илмий раҳбар:</b>	<b>Элмирзаев Самариддин Эшкуватович</b> иқтисодиёт фанлари доктори, профессор
<b>Расмий оппонентлар:</b>	<b>Карлибаева Рая Ходжабаевна</b> иқтисодиёт фанлари доктори, профессор <b>Хошимов Элмурод Абдусатторович</b> иқтисодиёт фанлари номзоди, доцент
<b>Ётақчи ташкилот:</b>	<b>Самарқанд иқтисодиёт ва сервис институти</b>

Диссертация ҳимояси Тошкент молия институти ҳузуридаги DSc.03/30.12.2019.I.17.01 рақамли Илмий кенгашнинг 2021 йил «23» 07 кунли соат 140 даги мажлисида бўлиб ўтади. Манзил: 100000, Тошкент шаҳри, Амир Темуր кўчаси, 60А уй. Тел.: (99871) 234-53-34; факс: (99871) 234-46-26; e-mail: [ilmiykengash@tfi.uz](mailto:ilmiykengash@tfi.uz).

Диссертация билан Тошкент молия институти Ахборот-ресурс марказида танишиш мумкин (192 рақами билан рўйхатга олинган). (Манзил: 100000, Тошкент шаҳри Амир Темуր кўчаси, 60А уй. Тел.: (99871) 234-53-34; факс: (99871) 234-46-26; e-mail: [admin@tfi.uz](mailto:admin@tfi.uz)).

Диссертация автореферати 2021 йил «24» 06 кунли тарқатилди.  
(2021 йил «24» 06 даги 23 рақамли реестр баённомаси).



*[Signature]*  
**Т.З.Тешабаев**  
Илмий даражалар берувчи илмий кенгаш раиси, иқтисодиёт фанлари доктори, профессор

*[Signature]*  
**Н.Н.Каландарова**  
Илмий даражалар берувчи илмий кенгаш илмий қоғиби, иқтисодиёт фанлари бўйича фаласафа доктори (PhD), доцент

*[Signature]*  
**И.Н.Кўзиев**  
Илмий даражалар берувчи илмий кенгаш қошидаги илмий семинар раиси, иқтисодиёт фанлари доктори, профессор

## КИРИШ (фалсафа доктори (PhD) диссертацияси аннотацияси)

**Диссертация мавзусининг долзарблиги ва зарурати.** Жаҳонда аҳолининг асосий даромад манбаларидан бири фонд бозори активларидир. «Дунё бўйича қимматли қоғозлар бозорининг капиталлашуви 2010 йилда 50,9 трлн. АҚШ долларига тенг бўлган бўлса, 2019 йилга келиб ушбу кўрсаткич 68,7 трлн. АҚШ долларини ташкил этган ва унинг глобал иқтисодиётдаги ликвидлилик даражаси 87,6 фоизга, активлар айланмаси 88,4 фоизга тенг бўлган»<sup>1</sup>. АҚШ федерал захира тизимининг маълумотларига кўра «америкаликларнинг 52 фоизи акциядор ҳисобланиб, улардан 10 фоизи қиймати ўртача 969 минг, 40 фоизи 132 минг, қолганлари 54 минг АҚШ доллардан паст бўлган қимматли қоғозларга эгалик қилишади»<sup>2</sup>. Жаҳон тажрибасидан намоён бўлмоқдаки, аҳолининг бўш пул маблағларини инвестицион фаолиятга жалб этишда ва уларнинг даромадларини оширишда қимматли қоғозлар бозори муҳим аҳамиятга эга ҳамда глобаллашув жараёнида мазкур масаланинг долзарблигини янада оширомоқда.

Жаҳон миқёсида қимматли қоғозлар бозорини ривожлантиришда аҳолининг бўш пул маблағларини жалб этиш ва ундан самарали фойдаланиш бўйича кенг қамровли илмий тадқиқотлар олиб борилмоқда. Уларда асосан қимматли қоғозлар бозорининг иқтисодиётдаги ўрни, молиявий инструментларнинг турлари ва моҳияти, инвесторларнинг бўш молиявий ресурсларини қимматли қоғозлар бозорига жалб этиш аҳамияти ҳамда фонд бозорини назоратга олиш масалалари қамраб олинган. Бироқ, мазкур тадқиқотларда қимматли қоғозлар бозорини аҳолининг бўш пул маблағларини жалб этиш орқали ривожлантириш билан боғлиқ бўлган долзарб муаммолар етарлича аниқланмаган. Молиявий ресурсларни фонд бозоридаги рентабеллиги юқори бўлган активларга йўналтириш ва шу орқали уларнинг даромадлигини таъминлаш жиҳатлари ҳозиргача ўзининг ижобий ечимини топмаган. Бу ўз навбатида қимматли қоғозлар бозорига аҳолининг бўш пул маблағларини жалб этиш юзасидан олиб бориладиган тадқиқотнинг долзарблигини белгилайди.

Ўзбекистонда «давлат номидан ташқи қарз олиш камайтирилиб, инвестиция ва инфратузилма лойиҳаларига кўпроқ хусусий капитал жалб этилиши»<sup>3</sup> белгилаб олинган бўлсада, фонд бозорида листингдан ўтган акциядорлик жамиятлари сони ва уларнинг муомаладаги акциялари салмоғи пастлиги, акциядорлик жамиятларидаги давлат улуши юқорилиги, фонд бозорида молиявий инструментлар камлиги, мавжуд активларнинг эса жозибдорлиги ва ликвидлилик даражаси пастлиги, акциядорларга дивиденд тўловлари бўйича кечикишлар ва бошқа муаммолар соҳа ривожига тўсқинлик қилмоқда. Шу сабабдан ҳам, қимматли қоғозлар бозорини ривожлантириш, унга хорижий ва маҳаллий инвесторларнинг бўш пул

<sup>1</sup> World Development Indicators: Stock markets - <http://wdi.worldbank.org/table/5.4>

<sup>2</sup> <https://www.financialsamurai.com/what-percent-of-americans-own-stocks/>

<sup>3</sup> Ўзбекистон Республикаси Президенти Шавкат Мирзиёевнинг Олий Мажлисга Мурожаатномаси, 2020 йил 29 декабрь, <https://president.uz/uz/lists/view/4057>

маблағларини кенг жалб этишдаги омил ва муаммоларни ҳар томонлама чуқур ўрганиш ва бу соҳада илғор хориж тажрибасидан фойдаланиш, реал ҳолатни таҳлил этиб, муаммоларни бартараф этиш бўйича таклифлар бериш муҳим аҳамият касб этади ҳамда танланган тадқиқот мавзусининг долзарблигини белгилайди.

Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2017 йил 7 февралдаги ПФ-4947-сон «Ўзбекистон Республикасини янада ривожлантириш бўйича Ҳаракатлар стратегияси тўғрисида», 2019 йил 8 январдаги ПФ-5614-сон «Иқтисодий янада ривожлантириш ва иқтисодий сиёсат самарадорлигини оширишнинг кўшимча чора-тадбирлари тўғрисида», 2019 йил 14 январдаги ПФ-5630-сон «Давлат активларини бошқариш, монополияга қарши курашишни тартибга солиш тизимини ва капитал бозорини тубдан такомиллаштириш чора-тадбирлари тўғрисида», 2020 йил 27 октябрдаги ПФ-6096-сон «Давлат иштирокидаги корхоналарни ислоҳ қилишни жадаллаштириш ҳамда давлат активларини хусусийлаштиришга оид чора-тадбирлар тўғрисида», 2021 йил 11 февралдаги ПФ-6167-сон «Давлат активларини хусусийлаштириш жараёнларини янада жадаллаштириш тўғрисида»ги фармонлари, 2019 йил 29 апрелдаги ПҚ-4300-сон «Республика иқтисодий тўғридан-тўғри хорижий инвестицияларни жалб қилиш механизмларини янада такомиллаштириш чора-тадбирлари тўғрисида»ги қарори, Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2017 йил 10 майдаги 268-сон «Фонд биржасида акцияларни оммавий таклифини ўтказишни ташкил этиш тўғрисида», 2019 йил 26 апрелдаги 358-сон «Фонд биржасида акцияларнинг бирламчи ва иккитамчи оммавий таклифларини ўтказишни ташкил этиш тўғрисида»ги қарорлари, 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 иқтисодий шакллантириш» устувор йўналишига мувофиқ бажарилган.

**Муаммонинг ўрганилганлик даражаси.** Аҳолининг бўш пул маблағларини жалб қилиш орқали қимматли қоғозлар бозорини ривожлантиришнинг асослари, фонд бозорларининг ривожланиш босқичлари ва унга бўш пул маблағларни жалб қилишнинг эволюцияси ва механизмларнинг илмий-назарий, услубий жиҳатларини хорижий иқтисодчи олимлардан M.Ranald, S.Patrick, A.R.William, B.Hiriyappa, K.Dickinson, Carmen Keller, Michael Siegrist<sup>4</sup> ўз илмий тадқиқот ишларида кенг ёритишган.

---

<sup>4</sup> Ranald Michie The Global Securities Market: A History Oxford University Press; 1 edition (January 18, 2007) 412 pages; Patrick S. Collins Regulation of Securities, Markets, and Transactions: a guide to the new environment / Canada. Wiley finance, 585 pages.; William A. Rini Fundamentals of the securities industry/ United States of America/ 2003 240 pages.; Hiriyappa B. Investment management: Securities and Portfolio Management/ New Delhi / New age international (p) limited / 2008 / 235 pages.; Keith Dickinson Financial markets operations management/ WP in GB by TJ Int. Ltd, Padstow, UK – 2015/ 474 pages.;

МДХ давлатларидан ушбу соҳа бўйича фаолият олиб борган иқтисодчи олимлардан А.А.Килячков, Л.А.Чалдаевалар<sup>5</sup> қимматли қоғозлар бозори ва биржа фаолияти бўйича, В.А.Галанов ва А.И.Басов<sup>6</sup> қимматли қоғозлар бозорининг умумий тузилишини ўз тадқиқотларида баён этишган.

Юртимиздаги иқтисодчи олимлардан Ш.Ш.Шоҳаъзамий<sup>7</sup> молия бозорлари ва қимматли қоғозлар бозори соҳасидаги мавжуд тенденциялар ва умумий муаммолар бўйича илмий тадқиқот ишларини амалга оширган бўлса, С.Э.Элмирзаев акциялар қиймати ва даромадлилигини қимматли қоғозлар бозорига, хусусан потенциал инвесторлар оқимига таъсирини ўрганиб чиққан<sup>8</sup>. Ўзбекистонда қимматли қоғозлар савдо тизимини такомиллаштириш ва ундаги мавжуд муаммолари бўйича Ф.Т.Мухамедов, мазкур йўналишда соҳа олимларидан Ж.И.Каримкулов, Ш.Н.Султонов, У.Р.Халиков, Х.Х.Худойқулов, Қ.Р.Чинқулов<sup>9</sup>лар ўз илмий тадқиқотларини олиб боришган ва қимматли қоғозлар бозорини ривожлантиришга доир таклиф ва тавсиялар ишлаб чиқишган.

**Диссертация тадқиқотининг диссертация бажарилган олий таълим муассасасининг илмий-тадқиқот ишлари билан боғлиқлиги.** Мазкур диссертация тадқиқоти Тошкент молия институти илмий-тадқиқот ишлари режасига мувофиқ «Рақамли иқтисодиёт шароитида молия, банк ва ҳисоб тизимини мувофиқлаштиришнинг илмий асослари» мавзуси доирасида бажарилган.

**Тадқиқотнинг мақсади** аҳолининг бўш пул маблағларини жалб қилиш орқали қимматли қоғозлар бозорини ривожлантириш бўйича таклиф ва тавсиялар ишлаб чиқишдан иборат.

**Тадқиқотнинг вазифалари** қуйидагилардан иборат:

қимматли қоғозлар бозорига бўш пул маблағларини жалб қилишнинг назарий-услубий эволюциясини очиб бериш;

аҳолининг бўш пул маблағларини қимматли қоғозлар бозорига жалб қилиш моделлари ва қиёсий таҳлиллари бўйича илмий ва амалий таклифлар ишлаб чиқиш;

Ўзбекистонда қимматли қоғозлар бозори ва унинг ривожланиш босқичларини, аҳолини бўш пул маблағларини қимматли қоғозлар бозорига жалб қилиш амалиётини таҳлил этиш орқали илмий ва амалий таклифлар ишлаб чиқиш;

---

Carmen Keller, Michael Siegrist "Investing in stocks: The influence of financial risk attitude and values-related money and stock market attitudes" Journal of Economic Psychology, Volume 27, Issue 2, April 2006, Pages 285.;

<sup>5</sup> Килячков А.А., Чалдаева Л.А. Рынок ценных бумаг и биржевое дело: Уч. П.-М: Экономистъ, 2005г. – 687 с.

<sup>6</sup> Галанов В.А., Басов А.И. Рынок ценных бумаг: Учебник –М.: Финансы и статистика, 2004 г. – 448 с.

<sup>7</sup> Шоҳаъзамий Ш.Ш. Системное развитие рынка ценных бумаг в регулятивной взаимосвязи с реальной экономикой/Монография. – Т.: Fan va texnologiya, 2012. – 448 с.;

<sup>8</sup> Элмирзаев С.Э. ва бошқалар Молия бозори. Дарслик –Т.: Иқтисод-Молия, 2019-324 б.

<sup>9</sup> Мухамедов Ф.Т. Ўзбекистонда қимматли қоғозлар бозори савдо тизимларини ривожлантириш йўналишлари. И.ф.д. илм. дар. олиш учун дис. автореф. -Т.: ТМИ, 2019. – 76 б.; Каримкулов Ж.И. Ўзбекистон иқтисодиётида қимматли қоғозлар бозори ролини ошириш йўллари. И.ф.н. ил. даража. олиш учун тақдим этилган дисс. автореф. – Тошкент, 2012. – 20 б.; Халиков У.Р. Ўзбекистонда фонд бозори орқали инвестицион фаолиятни молиялаштиришни такомиллаштириш. И.ф. б. ф. д. (PhD) дар. ол. уч. ёз. дисс. автореф.–Т. БМА. 2017 й., – 54 б.; Худойқулов Х.Х. Фонд бозори активларини баҳолаш механизминини такомиллаштириш. И.ф. б. ф. д. (PhD) дар. ол. уч. ёз. дисс. автореф.–Т.: БМА. 2018 й., – 24 б.; Чинқулов Қ.Р. Акциядорлик жамиятларини корпоратив қимматли қоғозлар орқали молиялаштиришни такомиллаштириш. И.ф. б. ф. д. (PhD) дар. ол. уч. ёз. дисс. автор.-Т.: ТМИ. 2019 й., – 66 б.

қимматли қоғозлар бозори орқали бўш пул маблағларини жалб этишда акцияларни бирламчи (IPO), иккиламчи оммавий таклифи (SPO) жараёни ва унинг таҳлилини амалга ошириш;

Ўзбекистонда қимматли қоғозлар бозорига молиявий маблағларни жалб қилишни эконометрик моделлар орқали баҳолаш;

ривожланган мамлакатларда қимматли қоғозлар бозорини ривожлантиришда аҳолининг бўш пул маблағларини жалб қилиш тажрибасини таҳлил этиш;

қимматли қоғозлар бозорига аҳолининг бўш маблағларини жалб қилишдаги мавжуд муаммолар ва уларни бартараф этиш йўлларини аниқлаш, аҳолининг бўш пул маблағларини қимматли қоғозлар бозорига жалб қилиш бўйича таклиф ва тавсиялар ишлаб чиқиш.

**Тадқиқотнинг объекти** сифатида Ўзбекистон қимматли қоғозлар бозори олинган.

**Тадқиқотнинг предмети** аҳолининг бўш пул маблағларини жалб қилиш орқали қимматли қоғозлар бозорини ривожлантиришда вужудга келадиган иқтисодий муносабатлар ҳисобланади.

**Тадқиқотнинг усуллари.** Диссертацияда гуруҳлаш, таққослаш, илмий тафаккур, иқтисодий-статистик ва эксперт баҳолаш, корреляцион ва регрессион таҳлил каби усуллардан фойдаланилган.

**Тадқиқотнинг илмий янгилиги** қуйидагилардан иборат:

узоқ муддатли лойиҳалар бўйича қатъий фоизли корпоратив облигацияларни аҳолининг харид қобилиятини ҳисобга олган ҳолда муомалага чиқариш ва қимматли қоғозлар бозорида очик жойлаштириш таклиф қилинган;

пулнинг вақт бўйича қиймат концепциясини киритиш орқали дивидендларни тўлашда кунлик сарфланадиган вақтни 2 бараварга ҳамда ташкилий харажатларни 15 фоизга камайтириш асосланган;

фонд бозорига инвестициялар йўналтиришда йиллик инфляцион кутилмаларни ҳисобга олган ҳолда қимматли қоғозлар бозор баҳоси прогнози орқали молиявий активларнинг ойлик сотиб олиш ва сотишнинг нисбий чегараси белгиланган;

SPO (иккиламчи оммавий таклифи)ни қўллаш орқали соҳага тааллуқли бўлмаган акциядорлик жамиятларидаги эмитентнинг улушини фонд бозори орқали очик обуна тартибида жойлаштириш ва аҳолининг бўш молиявий ресурсларини қимматли қоғозлар бозорига жалб этиш асосланган.

**Тадқиқотнинг амалий натижалари** қуйидагилардан иборат:

аҳолининг бўш молиявий ресурсларини фонд бозорига жалб этиш мақсадида даромадли молиявий активларни кўпайтириш, яъни акциядорлик жамиятлари акцияларига берилаётган дивидендларни нақд пул ёки автоматлаштирилган махсус молиявий технологиялар тизими орқали тўлаш имкониятлари асосланган;

акциядорлик жамиятиларининг қисқа ва узоқ муддатли корпоратив облигацияларини эмиссия қилиш ва қимматли қоғозлар бозорида аҳоли



ўртасида очик жойлаштириш орқали молиявий маблағларни жалб этиши, янги лойиҳаларга йўналтириши бўйича амалий тавсиялар ишлаб чиқилган;

лойиҳаларни молиялаштириш ва инвестицион талабни қаноатлантириш мақсадида акциядорлик жамиятларнинг имтиёзли акцияларини муомалага чиқариш ва қимматли қоғозлар бозорида очик жойлаштириш зарурияти ва имкониятлари асосланган;

аҳолининг мобил қурилмалардан фойдаланиш даражаси юқорилигини ҳисобга олиб, молиявий технологиялар асосида маҳаллий ва хорижий инвесторлар учун махсус мобил иловалар яратиш ва амалиётга жорий этиш таклиф этилган.

**Тадқиқот натижаларининг ишончлилиги** амалга оширилган ёндашув, усуллар ва назарий маълумотларнинг расмий манбалардан олинганлиги, келтирилган таҳлиллар ва тажриба-синов ишлари самарадорлигининг математик-статистик ишонччилик интервалида текширилганлиги, статистик қонуниятларда келтирилган ишонччилик талабларига жавоб бериши, Ўзбекистон Республикаси Давлат статистика қўмитаси, Ўзбекистон Республикаси Капитал бозорини ривожлантириш агентлиги, Давлат активларини бошқариш агентлиги, «Тошкент» Республика фонд биржаси, Ўзбекистон Республикаси Қимматли қоғозлар марказий депозитарийси маълумотларига, шунингдек, Жаҳон банки, Жаҳон фонд биржалари федерацияси каби халқаро ташкилотларнинг амалий маълумотларига асосланганлиги билан белгиланади.

**Тадқиқот натижаларининг илмий ва амалий аҳамияти.** Тадқиқот натижаларининг илмий аҳамияти диссертацияда ишлаб чиқилган илмий-назарий хулоса, таклиф ва тавсияларни қимматли қоғозлар бозорига аҳолининг бўш пул маблағларини жалб этишнинг назарий жиҳатларини ривожлантириш, жалб қилинган бўш пул маблағларидан самарали фойдаланиш ҳамда стратегик жиҳатдан қимматли қоғозлар бозорини ривожлантиришга оид илмий тадқиқотларни амалга оширишда фойдаланиш мумкинлиги билан изоҳланади.

Тадқиқот натижаларининг амалий аҳамияти ишлаб чиқилган тавсиялардан қимматли қоғозлар бозорини ривожлантириш концепциясини ишлаб чиқиш ҳамда қимматли қоғозлар бозорини ривожлантиришда фойдаланиш, шунингдек, фонд бозорига маҳаллий ҳамда хорижий инвесторларнинг бўш турган пул маблағларини жалб қилиш мақсадида қабул қилинадиган қонун ва қонуности ҳужжатларини ишлаб чиқишда, олий таълимнинг бакалавриат таълим йўналиши бўйича ўқитиладиган «Молия бозори» фанининг мавзуларини такомиллаштиришда қўллаш мумкинлиги билан изоҳланади.

**Тадқиқот натижаларининг жорий қилиниши.** Аҳолининг бўш пул маблағларини жалб қилиш орқали қимматли қоғозлар бозорини ривожлантириш бўйича олинган илмий натижалар асосида:

узоқ муддатли лойиҳалар бўйича қатъий фоизли корпоратив облигацияларни аҳолининг харид қобилиятини ҳисобга олган ҳолда муомалага чиқариш ва қимматли қоғозлар бозорида очик жойлаштириш бўйича таклифи

Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2019 йилнинг 9 июлидаги ПҚ-4388-сон қарори бўйича тасдиқланган «Ўзбекнефтгаз» АЖнинг янги Низомига мувофиқ «Ўзбекнефтгаз» акциядорлик жамиятининг 2021 йил учун бизнесни юритиш стратегиясига киритилган («Ўзбекнефтгаз» АЖининг 2021 йилнинг 8 январидagi 03/21-1-9-сон маълумотномаси). Натижада, мазкур амалиёт истиқболда акциядорлик жамияти томонидан амалга ошириладиган инвестиция лойиҳаларини молиялаштиришда диверсификациялаш имконини берган;

пулнинг вақт бўйича қиймат концепциясини киритиш орқали дивидендларни тўлашда кунлик сарфланадиган вақтни 2 бараварга ҳамда ташкилий харажатларни 15 фоизга камайтириш бўйича таклифи «Ўзбекнефтгазқудуктаъмирлаш» АЖнинг 2021 йил учун бизнесни юритиш стратегиясига киритилган («Ўзбекнефтгазқудуктаъмирлаш» акциядорлик жамиятининг 2021 йил 4 мартдаги НП-31/02-156/1-сон маълумотномаси). Натижада, мазкур амалиёт орқали дивиденд тўловларини амалга ошириш молиявий технологиялар асосида жорий этилган ва дивиденд тўловлари учун сарфланадиган вақт 2 бараварга ҳамда ташкилий харажатлар 15 фоизга камайган;

фонд бозорига инвестициялар йўналтиришда йиллик инфляциян кутилмаларни ҳисобга олган ҳолда қимматли қоғозлар бозор баҳоси прогнози орқали молиявий активларнинг ойлик сотиб олиш ва сотишнинг нисбий чегарасини белгилаш бўйича таклифи «Фарғона донмахсулотлари» АЖ ва «Ўзбекнефтгазқудуктаъмирлаш» АЖларнинг бизнес стратегияси бўйича «Hamkorbank», «Қизилқумцемент», «Кварц», «O‘zbekiston sanoat – qurilish banki» АЖ, «Vuxoro Markaziy dehqon bozori» АЖлар қимматли қоғозларига инвестиция киритиш амалиётида фойдаланилган («Фарғона донмахсулотлари» АЖ 2021 йил 14 январдаги 7-сон ва «Ўзбекнефтгазқудуктаъмирлаш» акциядорлик жамиятининг 2021 йил 4 мартдаги НП-31/02-156/1-сон маълумотномалари). Натижада, акциядорлик жамияти фонд бозори орқали рентабеллиги юқори бўлган молиявий активларга инвестиция киритиш имконияти орқали қўшимча даромадга эга бўлган;

СПО (иккиламчи оммавий таклифи)ни қўллаш орқали соҳага тааллуқли бўлмаган акциядорлик жамиятларидаги эмитентнинг улушини фонд бозори орқали очик обуна тартибида жойлаштириш ва аҳолининг бўш молиявий ресурсларини қимматли қоғозлар бозорига жалб этиш бўйича таклифи Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2019 йилнинг 9 июлидаги ПҚ-4388-сон қарори 5-иловасига мувофиқ «Ўзбекнефтгаз» акциядорлик жамияти ва унинг таркибига кирувчи сервис ташкилотлари ва бошқа ташкилотлар устав капиталидаги улушлари Давлат активларини бошқариш агентлигига берилган ва фонд бозори орқали сотувга чиқарилган («Ўзбекнефтгаз» АЖининг 2021 йилнинг 8 январидagi 03/21-1-9-сон маълумотномаси). Натижада, соҳага тегишли бўлмаган активларни сотиш орқали акциядорлик жамияти қўшимча равишда молиявий ресурсларга эга бўлган.

**Тадқиқот натижаларининг апробацияси.** Ушбу тадқиқот натижалари 9 та республика ва 4 та халқаро илмий-амалий анжуманларида муҳокамадан ўтказилган.

**Тадқиқот натижаларининг эълон қилинганлиги.** Диссертация мавзуси бўйича жами 20 та илмий иш, жумладан Ўзбекистон Республикаси Олий аттестация комиссиясининг диссертацияларни асосий илмий натижаларини чоп этиш тавсия этилган илмий нашрларда 7 та илмий мақола, жумладан 1 таси хорижий журналда нашр этилган.

**Диссертациянинг тузилиши ва ҳажми.** Диссертация кириш, учта боб, хулоса, фойдаланилган адабиётлар рўйхати ва иловалардан таркиб топган. Диссертация ҳажми 145 бетни ташкил этади.

## ДИССЕРТАЦИЯНИНГ АСОСИЙ МАЗМУНИ

**Кириш** қисмида диссертация мавзусининг долзарблиги ва аҳамияти асосланган, тадқиқотнинг мақсади ва асосий вазифалари, объекти ва предмети тавсифланган, республика фан ва технологиялари ривожланишининг устувор йўналишларига мослиги кўрсатилган, илмий янгилиги ва амалий натижалари баён қилиниб, олинган натижаларнинг илмий ва амалий аҳамияти очиб берилган, тадқиқот натижаларини амалиётга жорий қилиш, нашр этилган ишлар ва диссертация тузилиши бўйича маълумотлар келтирилган.

Диссертациянинг «**Қимматли қоғозлар бозорини ривожлантиришда молиявий маблағларни жалб қилишнинг назарий-услубий асослари**» деб номланган биринчи бобида қимматли қоғозлар бозорига бўш пул маблағларини жалб қилишнинг назарий-услубий эволюцияси, аҳолининг бўш пул маблағларини қимматли қоғозлар бозорига жалб қилиш моделлари ва қиёсий таҳлиллари, Ўзбекистонда қимматли қоғозлар бозори ва унинг ривожланиш босқичлари атрофича тадқиқ этилган ҳамда тегишли хулосалар шакллантирилган.

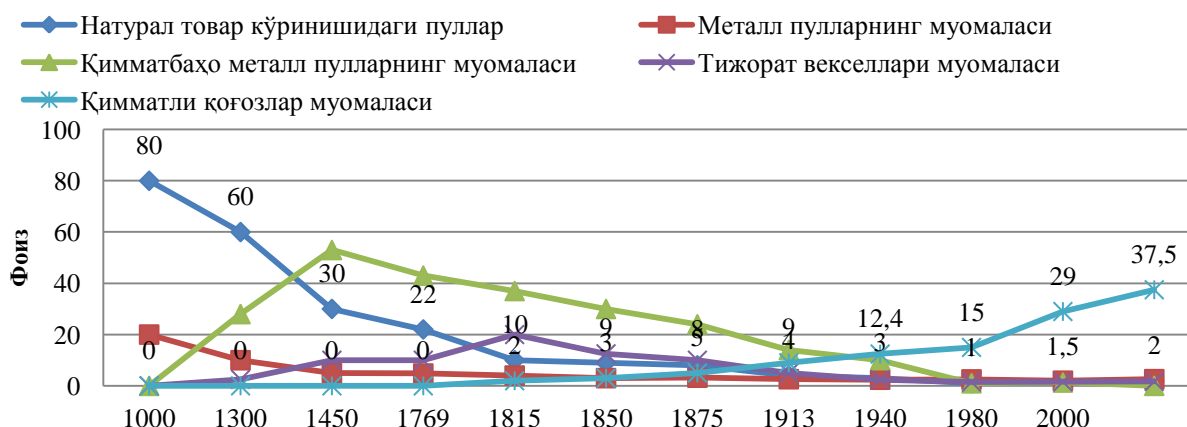
Қимматли қоғозлар бозорида давлат ва корпоратив эмитентларнинг қимматли қоғозлари (акция, облигация, вексель ва бошқалар) савдоси амалга оширилади. Қимматли қоғозлар бозорига бўш пул маблағларни жалб қилишнинг назарий-услубий эволюциясида қимматли қоғозларга мулк сифатида қаралиши алоҳида аҳамият касб этади. Хусусан, иқтисодчи олимлардан Keith Dickinson «эмитент томонидан қаралганда икки турдаги қимматли қоғоз мавжудлигини таъкидлаб, биринчисида, компания унинг қимматли қоғози кимдалигини билишга мажбур ёки истайди. Ушбу ҳолатда қимматли қоғозлар эгалари бўйича реестр юритилади ва рўйхатдан ўтказилади. Иккинчи ҳолатда, эмитент қимматли қоғозларига ким эгалик қилаётганини билиши ёки рўйхатдан ўтказишга мажбур эмас».<sup>10</sup> Компания улуши сифатида мулк ҳуқуқини берувчи қимматли қоғозлар – акцияларнинг эгаси кимлигини билиш ва улар бўйича рўйхатлар шакллантириш муҳим аҳамият касб этади. Чунки, қимматли қоғоз чиқарувчи – эмитент доимий

<sup>10</sup> Keith Dickinson Financial markets operations management/ Wiley Printed in Great Britain by TJ International Ltd, Padstow, Cornwall, UK – 2015/ 474 pages

равишда ўз фаолиятидаги йирик ўзгаришларни ўзининг акциядорларига эълон қилиб бориш ва бошқарувга доир қарорлар қабул қилишда уларнинг иштирокини таъминлаши лозим. Иккинчи тоифа қимматли қоғозлар эса, одатда, эмитент томонидан қарз мажбурияти сифатида чиқарилган корпоратив облигациялар бўлиб, уларга кимлар эгалик қилишини билиш компания учун муҳим аҳамият касб этмайди.

Қимматли қоғозларнинг дастлабки эволюцион ривожланиши даврида векселларнинг тўлов воситаси сифатида ишлатилиши ўзаро савдо ва тижорат операциялари хавфсизлигини таъминлаган бўлиб, одатда ушбу турдаги қимматли қоғозлар бир ҳудуддан бошқа ҳудудга молиявий ресурсларни олиб юришда турли муаммолар (талончилик, ўғрилиқ) мавжуд бўлган ҳолатларда, шунингдек, савдогарларнинг ўз маблағларини бир валютадан бошқа валютага ишончли тарзда алмашиш воситаси сифатида ишлатилган.

Қимматли қоғозлар кўринишидаги молиявий активларнинг муомаласи 1815 йиллардан бошланиб, умумий салмоғда 1980 йилгача бир текисда кўтарилиб борган. Йирик фонд биржаларининг пайдо бўлиши ва иқтисодийнинг жадаллашуви қимматли қоғозларга бўлган талабни кучайтирди (1-расм).



**1-расм. Жаҳонда пул ва қимматли қоғозларнинг иқтисодийдаги айланмаси, фоизда<sup>11</sup>**

Бу борадаги ривожланиш қимматли қоғозлар бозори моделлари юзага келишига сабаб бўлди. Мамлакатда қимматли қоғозлар бозорининг ривожланиб бориш даражасига кўра унинг моделлари ҳам ўзгариб боради. Иқтисодий адабиётларда<sup>12</sup> қимматли қоғозлар бозорининг тўртта асосий моделлари – банклар назорати остидаги қимматли қоғозлар бозори, мамлакат молия вазирлиги томонидан назоратга олинган қимматли қоғозлар бозори, махсус давлат органлари томонидан назоратга олинган қимматли қоғозлар бозори, аралаш назоратга эга қимматли қоғозлар бозори ажратиб кўрсатилади.

Ўзбекистон Республикасида қимматли қоғозлар бозорининг вужудга келиши ва ривожланиши босқичларини қуйидагича келтириш мумкин (1-жадвал).

<sup>11</sup> Грибов А.Ю. Институциональная теория денег: сущность и правовой режим денег и цб.–М.:РИОР, 2008.–200 с. – 48 с.

<sup>12</sup> Рынок ценных бумаг и биржевое дело: у. п./сост. Т.П.Ихсанова, Ж.А.Садкова.-Хабаровск:РИЦ ХГАЭП, 2013. – 164 с.

Ўзбекистонда қимматли қоғозлар бозорининг ривожланиш босқичлари<sup>13</sup>

№	Қимматли қоғозлар бозорининг ривожланиш босқичлари	Йиллар	Даврнинг ўзига хос хусусиятлари
1	Мустақил биржаларнинг пайдо бўлиши	1991 - 1993 йиллар	Республикада қабул қилинган «Биржалар ва биржа фаолияти тўғрисида»ги Қонунга кўра фонд биржаларининг устав фондлари оширилди (50 млн. рубль) ва уларнинг фаолиятига қўйилган стандарт талаблар жорий этилди.
2	Қимматли қоғозлар бозорига миллий иқтисодиётдаги молиявий ресурсларнинг кириб келиши	1994 - 1999 йиллар	«Тошкент» Республика фонд биржаси ташкил этилди ва электрон биржа тизими барпо этилиши, компанияларнинг акциядорлик жамиятларига ўтказилиши ва уларнинг акцияларини харид қилиш орқали маблағларни миллий иқтисодиётга жалб этилишига эришиш бўйича амалий ишлар олиб борилди.
3	Қимматли қоғозлар бозорининг норматив-ҳуқуқий базасини такомиллаштирилиши ва халқаро ҳамкорлик алоқаларининг йўлга қўйилиши	1999-2007 йиллар	Қимматли қоғозларнинг ишончлилиқ ва стандарт талабларга жавоб беришини таъминлаш мақсадида ««Тошкент» РФБда қимматли қоғозлар листинги тўғрисидаги» ҳамда ««Тошкент» РФБда расмий дилер (маркет мейкер)нинг мақоми тўғрисидаги» низомлар қабул қилинди.
4	Жаҳон молиявий-иқтисодий инқирозининг миллий қимматли қоғозлар бозорига таъсири	2008-2012 йиллар	Ўзбекистон қимматли қоғозлар бозори асосий иштирокчилари сифатидаги тижорат банкларининг жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози шароитида инқирозга қарши захира фондларини кўпайтириш чоралари кўрилди, хорижий инвесторларнинг фонд бозоридаги фаоллиги пасайди.
5	Қимматли қоғозлар бозорининг янги электрон савдо платформаси ишга тушиши ва унда жисмоний шахсларнинг иштирокини соддалаштирилиши	2012-2016 йиллар	«Фонд бозорининг ягона дастурий-техник комплекси»га хизмат кўрсатиш ва назоратга олиш мақсадида «Фонд бозорининг ахборот-ресурс маркази» давлат унитар корхонаси тузилди. Қимматли қоғозлар савдосини электрон тарзда тез ва самарали амалга оширувчи дастурий таъминот ишга туширилди.
6	Фонд бозорига инвесторларни кенг жалб этиш ва капитал бозорининг замонавий концепцияси	2017 йилдан-ҳозирги кунгача	Фонд бозорининг замонавий концепцияси ишлаб чиқилди, Ўзбекистон Республикаси Капитал бозорини ривожлантириш агентлиги ташкил этилди ва 2021 йилдан унинг ваколатлари Ўзбекистон Республикаси Молия Вазирлигига ўтказилди.

Ўзбекистон Республикасида аҳолининг бўш пул маблағларини қимматли қоғозлар бозорига жалб этишнинг дастлабки амалиёти сифатида 1992 йилги 12 фоизли ички ютуқли заём облигациялари муомалага чиқарилиши ва

<sup>13</sup> «Тошкент» РФБ маълумотлари асосида муаллиф томонидан тайёрланган: <https://uzse.uz/abouts/history>

уларнинг 1992-1994 йиллар оралиғида аҳоли ўртасида жойлаштирилишини кўриб чиқишимиз мумкин. Ушбу облигацияларга Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2014 йилдаги «Ўзбекистон Республикасининг 1992 йилги 12 фоизли ички ютуқли заём облигацияларини индексация қилиш коэффициентларини белгилаш тўғрисида»ги 209-сон Қарори асосида индексациялаш коэффициенти белгиланди ва 2014 йилнинг 1 августидан тўловлар амалга оширилди (2-жадвал).

## 2-жадвал

### Ўзбекистон Республикасининг 1992 йилги ички ютуқли заёми облигациялари нархи ва сўндирилиш коэффициенти<sup>14</sup>

Облигацияларнинг номинал қиймати, сўм	500	1000	250
Жами режа бўйича тарқатилиши керак бўлган облигациялар, млн.сўм	5500(ютуксиз)/2500 (ютукли)		
Индексациялаш коэффициенти	1,373 (1994 йилдан 2014 йилгача энг кам иш ҳақи 1 373 марта ошганлиги ҳисобидан)		

Мамлакатдаги иқтисодий вазият, валютанинг алмашиши ва инфляция даражасининг юқорилиги Ўзбекистон Республикасининг 1992 йилдаги 12 фоизли ички ютуқли облигациялари сўндирилиш қийматига таъсир этди ҳамда аҳоли ўртасида қимматли қоғозлар бозорига бўлган ишончнинг пасайишига олиб келди. Номинал қиймати 250, 500 ва 1 000 сўмлик бўлган Ўзбекистон Республикасининг 1992 йилги 12 фоизли ички ютуқли облигациялари сўндирилишида 1994 йилдаги миллий валютанинг ўзгариши, яъни 1000 рубль = 1 сўм бўлганлиги ва мамлакатда инфляция даражасининг юқорилиги туфайли кутилаётган натижага эришилмади. Таҳлиллар асосида шуни таъкидлаш мумкинки, 500 сўмлик облигациянинг сўндирилиш ва бозор баҳоси қийматдаги фарқи – 12 444,70 сўмни ташкил этган ва бу ҳолат ўз жамғармасини инвестиция қилган фуқаролар учун салбий йўқотиш бўлиб, уларнинг қимматли қоғозлар бозорига бўлган қизиқиши ва ишончини сўндирган.

Диссертациянинг «**Қимматли қоғозлар бозорига аҳолининг бўш пул маблағларини жалб қилинишининг ҳозирги ҳолати таҳлили**» деб номланган иккинчи бобида Ўзбекистонда аҳолининг бўш пул маблағларини қимматли қоғозлар бозорига жалб қилиш амалиёти, қимматли қоғозлар бозори орқали бўш пул маблағларини жалб этишда акцияларни бирламчи (IPO), иккиламчи оммавий таклифи (SPO) жараёни ва унинг таҳлили, Ўзбекистонда қимматли қоғозлар бозорига молиявий маблағлар жалб қилишни эконометрик моделлар орқали баҳолаш амалга оширилган.

Ўзбекистон қимматли қоғозлар бозорларида давлат ва хўжалик юритувчи субъектларнинг қимматли қоғозларни эмиссия қилиш имкониятлари (3-жадвал).

<sup>14</sup> Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2014 йил 31 июлдаги 209-сон «Ўзбекистон Республикасининг 1992 йилги 12 фоизли ички ютуқли заём облигацияларини индексация қилиш коэффициентларини белгилаш тўғрисида»ги Қарори. Ўзбекистон Республикаси конун ҳужжатлари тўплами, 2014 й., 31-сон, 385-модда.

### 3-жадвал

#### Ўзбекистон фонд бозорида қимматли қоғозларни жойлаштириш имкониятлари<sup>15</sup>

№	Қимматли қоғозлар	Ўз. Р. Молия Вазирлиги	Ўз. Р. Марказий банки	ДК	АЖ	МЧЖ	ХК
1	Давлат қимматли қоғозлари	+	+	—	—	—	—
3	Акция	—	—	—	+	—	—
4	Облигация	корпоратив	—	—	+	+	—
		халқаро	+	—	+	+	—
		инфратузилма	+	—	+	+	—
5	Вексель	—	+	—	+	—	—
6	Депозитар тилхатлар	—	—	—	+	—	—
7	Депозит сертификати	—	—	—	+	—	—
8	Опцион	—	—	—	+	—	—
9	Варрант	—	—	—	+	—	—
10	Фьючерс	—	—	—	+	—	—

Изоҳ: + белгиси мавжуд, — белгиси мавжуд эмас.

Ўзбекистон Республикасидаги мавжуд фонд бозорининг бошқарув тизими қимматли қоғозлар бозорининг учинчи моделига, яъни Буюк Британия ва Япония давлатларидаги каби, махсус давлат органлари томонидан назоратга олинган. Йилдан-йилга ушбу бозорнинг иштирокчилари ўзгариб бормоқда (4-жадвал).

### 4-жадвал

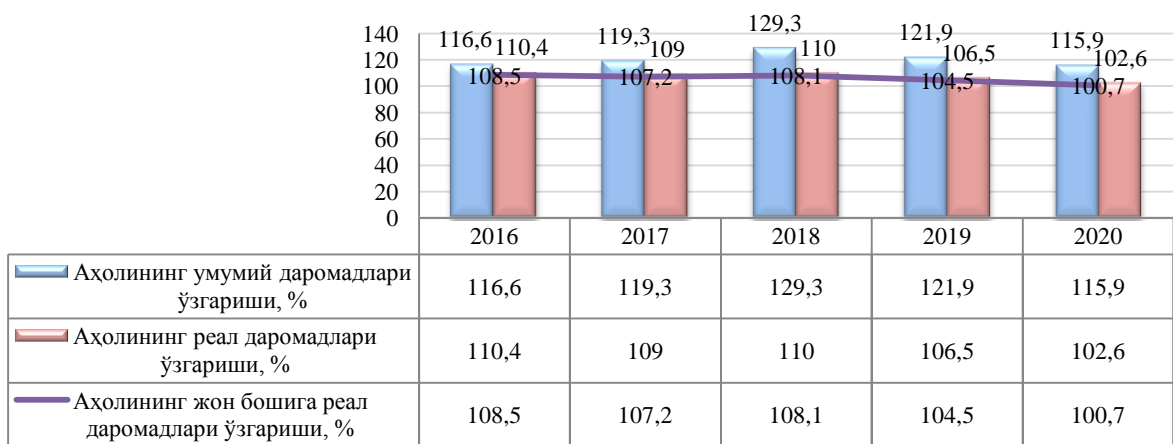
#### Ўзбекистон Республикасида қимматли қоғозлар бозори иштирокчилари, дон<sup>16</sup>

№	Қимматли қоғозлар бозори иштирокчилари	01.01.2018	01.01.2019	01.01.2020
1	Корпоратив қимматли қоғозлар эмитентлари	606	603	593
2	Депонентлар (қимматли қоғозлар эгалари)	920 349	923 598	807 301
	Шу жумладан инвестиция фондлари акциядорлари	49 767	49 744	49 727
3	Инвестиция воситачилари	37	39	43
4	Инвестиция активларини ишончли бошқарувчилар	30	32	34
5	Инвестиция фондлари	8	8	9
6	Фонд биржалари	2	2	2

Таҳлиллар кўрсатмоқдаки, 2020 йилнинг 1 январь ҳолатига корпоратив қимматли қоғозлар эмитентлари 593 донани ташкил этган бўлиб, 2019 йилнинг январ ойига нисбатан 1,65 фоизга, қимматли қоғозлар эгалари эса 12,59 фоизга камайган бўлса, инвестиция воситачилари 10,2 фоизга ошган. Республикада 2019 йилда 9 та инвестиция фондлари ўз фаолиятини олиб борган. Фонд бозорини янада ривожлантириш ва унга кенг миқёсда маҳаллий инвесторларни жалб этишга таъсир этувчи омиллар сифатида, авваламбор, мамлакатда аҳоли даромадларининг реал ўсиши ва молия бозоридаги инвестиция самарасини кўрсатишимиз мумкин. Ўзбекистон Республикаси Давлат статистика қўмитасининг маълумотлари асосида аҳолининг реал даромадлари ўзгариш динамикасида йиллар кесимида куйидаги ўзгаришни кўриш мумкин (2-расм).

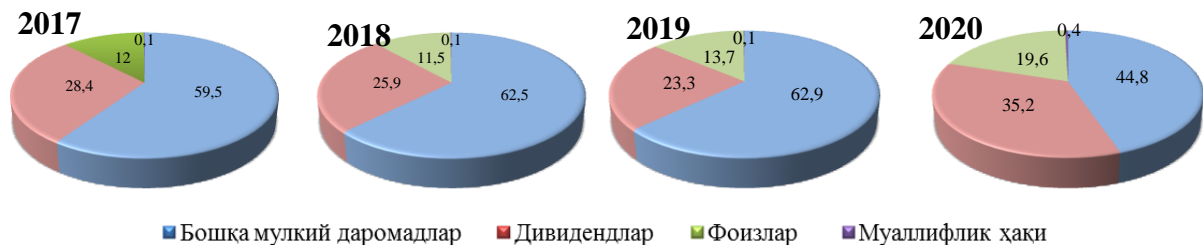
<sup>15</sup> “Тошкент” РФБ маълумотлари асосида муаллиф томонидан тайёрланган: (<https://www.uzse.uz/system/analytics>)

<sup>16</sup> “Тошкент” РФБ маълумотлари асосида муаллиф томонидан тайёрланган: (<https://www.uzse.uz/system/analytics>)



**2-расм. Ўзбекистонда аҳоли даромадларининг ўзгариш динамикаси, фоизда<sup>17</sup>**

2-расм таҳлиллари шуни кўрсатмоқдаки, 2018 йилда мамлакатимизда аҳолининг умумий даромадлари 129,3 фоизга кўпайган бўлса, реал даромадларнинг ўзгариши 10 фоизни ташкил этган. Аҳолининг жон бошига ҳисобланган реал даромадлари 2017 йилда 107,2 фоизга, 2018 йилда 108,1 фоизга ошган. Умумий ҳисобда сўнгги 5 йилликда аҳолининг ўртача умумий даромадлари 120,6 фоизга, реал даромадлари ўзгариши 107,7 фоизга, аҳолининг жон бошига реал даромадларни эса 105,8 фоизга ошган. Бу албатта, кам бўлса-да аҳолида фонд бозорига кўшимча маблағ киритиш имконини беради. Республикаимизда аҳолининг мол-мулкдан оладиган даромадлари таркибида қимматли қоғозлар бозори орқали оладиган даромадлари ҳам киради (3-расм).



**3-расм. Мол-мулкдан олинган даромадлар таркиби, фоизда<sup>18</sup>**

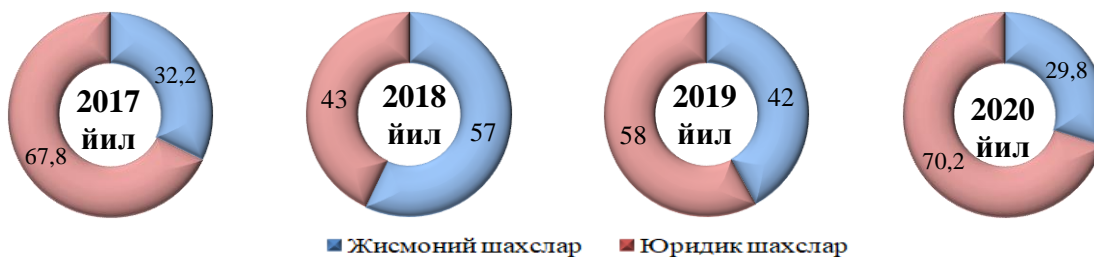
2020 йил натижаларига кўра, аҳолининг мол-мулкдан олинган даромадлар таркибида бошқа мулкый даромадлар 44,8% ни, дивидендлар – 35,2% ни, қимматли қоғозлар бўйича фоизлар 19,6% ни ҳамда муаллифлик ҳақидан олинган даромадлар 0,4% ни ташкил этиб, олдинги йилларга нисбатан қимматли қоғозлар бозоридан фойда олиш салмоғи юқорилаган.

Бўш молиявий ресурсларни фонд бозорига жалб этишда қимматли қоғозлар бозорининг иштирокчилар таркибини, хусусан, қимматли қоғозлар эгалари таҳлилин амалга ошириш муҳим аҳамият касб этади. Республикаимизда қимматли қоғозлар бозори, асосан, «Тошкент» РФБ ва «Элсис савдо» акциядорлик жамиятлари томонидан ташкиллаштирилади. Уларда инвесторлар таркиби қуйидагича (4-расм):

<sup>17</sup> Ўзбекистон Республикаси Давлат статистика кўмитасининг расмий веб сайти маълумотлари (<https://stat.uz>)

<sup>18</sup> Ўзбекистон Республикаси Давлат Статистика кўмитаси расмий маълумотлари (<https://stat.uz/uz/rasmiy-statistika/living-standards-2>)





#### 4-расм. «Тошкент» РФБда инвесторлар кесимида биржа айланмаси, фоизда<sup>19</sup>

Аён бўлмоқдаки, «Тошкент» РФБда 2017 йил жами фонд бозори айланмасида жисмоний шахсларнинг улуши 32,2 фоизни ташкил этган бўлса, 2020 йилда бу кўрсаткич 2,4 фоизли пунктга камайган.

Фонд бозорида облигацияларнинг айланмаси ҳам муҳим аҳамиятга эгадир. Халқаро капитал бозори ассоциациясининг маълумотларига кўра, дунёда облигациялар савдоси 2020 йилнинг 8 ой давомида 128,3 трлн. АҚШ доллари<sup>20</sup>га яқин бўлган. Республикамиз фонд бозорида корпоратив облигацияларнинг айланмаси куйида кўрсатиб ўтилган (5-жадвал).

#### 5-жадвал

#### Фонд бозорида облигациялар савдоси бўйича маълумот<sup>21</sup>

Эмитент номи	Облигация					2020 йил бўйича савдо ҳажми, млрд сўм.
	Номинал қиймати	Миқдори	Фоиз ставкаси	Жойлаштириш муддати	Сўндирилиш муддати	
«Ўзсаноатқурилишбанк» АТБ	100 000	100 000	ҚМС – 1%	10.08.2012	15.08.2022	-
«Ўзсаноатқурилишбанк» АТБ	1 000 000	50 000	ҚМС + 2%	05.12.2019	03.12.2022	49,850
«Asia Alliance Bank» АТБ	1 000 000	50 000	ҚМС + 4%	16.07.2019	15.07.2026	13,418
«Invest Finance Bank» АТБ	1 000 000	100 000	-*			0,001
«Kapitalbank» АТБ	1 000 000	50 000	ҚМС + 5%	24.04.2020	21.05.2027	-
«First developing group» МЖЧ	1 000 000	5 125	8%+ДД/РД	04.02.2021	03.02.2022	-
«Imkon finans mikroredit tashkiloti» АЖ	1 000 000	4 000	23%	30.12.2020	08.01.2024	-
«Chust rir mikroredit tashkiloti» МЖЧ	1 000 000	2 000	24%	03.04.2021	16.03.2024	-
«UzbekLeasingInternational»АЖ	10 000 000	800	18 %	24.02.2020	05.03.2021	2,528
«UzbekLeasingInternational»АЖ	10 000 000	800	19 %	24.02.2020	04.03.2022	1,039
«UzbekLeasingInternational»АЖ	10 000 000	900	20 %	24.02.2020	03.03.2023	0,504
<b>Жами</b>		<b>313 625</b>				<b>67,343</b>

Изоҳ: \* фонд бозорига облигациялар жойлаштириш шартлари бажарилмаганлиги сабабли бекор қилинган.

ҚМС – Ўз. Р. Марказий Банкининг қайта молиялаштириш ставкаси; ДД – Девальвация даражаси; РД – Ревальвация даражаси.

«Тошкент» РФБда 2020 йил натижаларига кўра 6 турдаги облигациялар билан савдо операциялари амалга оширилган бўлиб, жами 67,343 млрд. сўмни ва бошқа молиявий активларга нисбатан умумий ҳисобда 11,5 фоизни ташкил этган. Ушбу ҳолатни облигацияларнинг номинал қиймати аҳолининг харид қобилиятдан юқорилиги ва фоиз ставкаси пастлиги билан изоҳлаш мумкин.

Ўзбекистон Республикасида акциядорлик жамиятлари ўзи чиқараётган акцияларни оммавий жойлаштириш йўли билан очик обуна ва хусусий

<sup>19</sup> «Тошкент» РФБ расмий маълумотлари: (<https://www.uzse.uz/system/analytics>)

<sup>20</sup> <https://www.icmagroup.org/Regulatory-Policy-and-Market-Practice/Secondary-Markets/bond-market-size/>

<sup>21</sup> «Тошкент» РФБ маълумотлари асосида муаллиф томонидан тайёрланган: (<https://www.uzse.uz/abouts/bonds>)

жойлаштириш йўли билан ёпиқ обуна сифатида фонд бозорларида оммавий жойлаштиришни ташкил этиши мумкин. Акцияларни оммавий жойлаштириш хорижий мамлакатлар фонд бозорлари амалиётида бир неча турларга бўлинади (5-расм).



**5-расм. Қимматли қоғозлар бозорларида акцияларни жойлаштириш<sup>22</sup>**

Акцияларнинг биржадан ташқари жойлаштирилиши – DPO (Direct Public Offering) одатда, фонд бозорини четлаб ўтган ҳолатда инвесторга тўғридан-тўғри компания қимматли қоғозларини таклиф этиш бўлса, янги акциядорлик жамияти ташкил этилганда акцияларини фонд биржасида оммавий жойлаштирилиши – IPO (Initial Public Offering), иккиламчи жойлаштириш жараёни – Follow-on, компания қимматли қоғозларини (акция, облигация, депозитор векселлар)ни оммавий жойлаштириш – PPO (Primaries Public Offering), йирик акциядорнинг акцияларини оммавий жойлаштириш жараёни – SPO (Secondary Public Offering), маълум тоифа инвесторлар учун акцияларнинг ёпиқ тарзда жойлаштирилиши – PO (Private placement ёки Private Offering), акциядорлар келишилган ҳолатда бир вақтда акцияларни оммавий жойлаштириш жараёни – PBO (Piggyback Offering) деб номланади.

Республикамиздаги акциядорлик жамиятларида давлатнинг улуши юқорилигини ҳисобга олган ҳолда, иқтисодиётни либераллаштириш ва модернизация қилиш жараёнида давлат акциядорлик жамиятларини фонд бозорларида хусусий инвесторларга SPO орқали сотиш самарали ҳисобланади.

#### **6-жадвал**

#### **Ўзбекистон Республикаси қимматли қоғозлар бозорларида рентабеллиги юқори бўлган молиявий активлар<sup>23</sup>**

Акциядорлик жамияти номи	Акция номинал баҳоси, сўм	Акция бозор баҳоси, сўм		Дивиденд тўлови, сўм	Молиявий активдан фойда		Нисбий сотиб олиш нархлари
		01.01.2020	31.12.2020		Сўмда	Фоизда	
							2020 й.
Ўзтемир йўл контейнер	1 000	4 000	35 010	3 000	34 010	850	1 000 - 41 781
Қизилқумцемент	1 570	1 604	3 899	460	2 755	171	1 570 – 11 134
Олмалиқ кон-металлургия комбинати	3 914	3 914	3 914	9 626	9 626	246	3 914 – 64 186
ЎРТХБ	630	15 000	8 000	2490+8000*	10 490	70	630 – 6 487

Изоҳ: \* капиталлашув ҳисобига 1 дона акцияга қўшимча 1 дона акция эмиссия қилинган.

Таҳлиллар кўрсатадики, 2020 йил якунлари бўйича қимматли қоғозлар бозорларида рентабеллиги юқори бўлган молиявий активлар сифатида:

<sup>22</sup> Алексеева И.А., Турченко А.А. Понятие и виды IPO.// Финансовый менеджмент № 4.–2009

<sup>23</sup> “Тошкент” РФБ маълумотлари асосида муаллиф томонидан тайёрланган

«Ўзтемир йўл контейнер», «Қизилқумцемент», «Олмалик кон-металлургия комбинати», «Ўзбекистон Республика товар-хомашё биржаси» акциядорлик жамиятларини мисол келтирсак бўлади (6-жадвал).

Республикамизда самарали фаолият олиб бораётган акциядорлик жамиятларидан яна бири «Фарғона дон маҳсулотлари» АЖ ҳисобланиб, унинг фаолият кўрсаткичларини «Ўзбекнефтгазқудуктаъмирлаш» АЖ кўрсаткичлари билан таққослашимиз мумкин (7-жадвал).

#### 7-жадвал

### «Фарғона дон маҳсулотлари» ва «Ўзбекнефтгазқудуктаъмирлаш» АЖларнинг фаолият кўрсаткичлари<sup>24</sup>

Кўрсаткичлар	2018 йил		2019 йил		2020 йил	
	ФДМ	ЎНГҚТ	ФДМ	ЎНГҚТ	ФДМ	ЎНГҚТ
ROE	0,34	10,6	20,94	7,4	33,40	1,11
EPS	2,4	-39,23	6,2	11,08	9,9	25,23
Коэффициент Р/Е	123	-68,82	48	243,68	30	107,01
Дивиденд тўлови оддий акциялар учун, сўмда	245,70	-	762	-	1 888,5	-
Дивиденд тўлови оддий акциялар учун, фоизда	81,90	-	254	-	629,48	-
Дивиденд тўлови имтиёзли акциялар учун, сўмда	60	675	60	270	75	270
Дивиденд тўлови имтиёзли акциялар учун, фоизда	20	25	20	10	25	10

Изоҳ: ФДМ - «Фарғона дон маҳсулотлари» АЖ, ЎНГҚТ - «Ўзбекнефтгазқудуктаъмирлаш» АЖ

Юқоридаги жадвал асосида кўришимиз мумкинки, «Фарғона дон маҳсулотлари» АЖ 2019 йил натижаларига кўра бир дона акция учун 762 сўмлик дивиденд тўловини амалга оширган бўлиб, ушбу кўрсаткич номиналга нисбатан 254 фоизни ташкил этмоқда. Шунингдек, дивиденд тўловлари бўйича «Ўзбекнефтгазқудуктаъмирлаш» АЖида фақатгина имтиёзли акциялар учун тўловлар амалга оширилган. Бунинг асосий сабабларидан, жамият фаолиятининг рентабеллиги куйи даражадалигидадир, хусусан, 2020 йил бизнес-режаси бўйича соф фойда 445 млн сўм ўрнига ҳақиқатда 32 млн 802 минг сўмга бажарилган.

Тадқиқотимиз доирасида «Ўзбекнефтгаз» АЖнинг 2017-2019 йиллардаги самарадорликнинг асосий кўрсаткичларини ўрганар эканмиз, «2017 йил натижаларига кўра интеграл самарадорлик коэффициенти қиймати 51,0 фоизни ташкил этган бўлса, 2019 йилда ушбу кўрсаткич 123,0 фоизни ташкил этган. Шунингдек, 2019 йил якунлари бўйича самарадорликнинг асосий кўрсаткичлари қийматлари 143,8 фоизни, самарадорликнинг асосий кўрсаткичларига қўшимча бўлган кўрсаткич қийматлари 102,2 фоизни ташкил этган»<sup>25</sup>.

<sup>24</sup> Муаллиф томонидан «Фарғона дон маҳсулотлари» ва «Ўзбекнефтгазқудуктаъмирлаш» АЖларнинг расмий маълумотлари асосида ишлаб чиқилган (<http://openinfo.uz/ru/reports/jsc/annual>).

<sup>25</sup> «Ўзбекнефтгаз» АЖ расмий маълумотлари (<http://ung.uz/shareholders/reports/11/sub/37/1>)

## 8-жадвал

«Ўзбекнефтгаз» АЖнинг акциядорлик капиталининг таркиби<sup>26</sup>,

Кўрсаткичлар (01.03.2021 йил ҳолатига кўра)			Миқдори
Акциялар	Оддий	Дона	43 048 493 329
	Имтиёзли	Дона	24 312 673
Акциядорлар	Юридик шахслар	Нафар	33
	Жисмоний шахслар	Нафар	57 480
	Хорижий сармоядорлар	Нафар	172
Акциянинг номимнал қиймати		Сўм	500

«Ўзбекнефтгаз» акциядорлик жамиятига қўшимча равишда молиявий маблағларни жалб этиш мақсадида, компания 2020 йилнинг 6 апрелида давлат рўйхатидан ўтганлиги тартиб рақами P0178-11 номинали 500 сўмлик жами қиймати 32,370 млрд. сўм бўлган 32 346 704 642 дона оддий акцияларни ва давлат рўйхатидан ўтганлиги тартиб рақами P0178-11 номинали 500 сўмлик жами қиймати 32,370 млрд. сўм бўлган 23 996 562 дона имтиёзли акциялар эмиссия қилинган.

Аҳоли даромадлари ошиши ўз навбатида, уларнинг жамғаришга бўлган интилишларини оширади. Шунингдек, айрим инсонлар ўз маблағларини банкларга жамғарма-омонат сифатида йўналтирсалар, айримлари бошқа молиявий активларга инвестиция қиладилар. Ўзбекистон Республикасида ўртача ҳисобланган ойлик иш ҳақини ўзгариш динамикасини кузатар эканмиз, 2019 йилга келиб, ушбу кўрсаткич 2 324 614,66 сўмни ташкил этган ва олдинги йилга нисбатан 128 фоизга ўзгарган (9-жадвал).

## 9-жадвал

Ўзбекистон Республикасида ўртача ҳисобланган ойлик иш ҳақи ва қимматли қоғозлар айланмаси ҳажми<sup>27</sup>

Йиллар	Ўртача ҳисобланган ойлик иш ҳақи, сўм*	Ўртача ҳисобланган ойлик иш ҳақи ўзгариши (олдинги йилга нисбатан), %	ҚҚ айланмаси, млрд. сўм (РФБ «Тошкент»)	ҚҚ айланмаси ўзгариши (олдинги йилга нисбатан (РФБ «Тошкент»))
2011	628 020,00	124%	213,1	335%
2012	739 670,88	118%	170,7	80%
2013	865 950,92	117%	93,2	55%
2014	1 007 928,85	116%	97,6	105%
2015	1 171 669,26	116%	161,0	165%
2016	1 293 764,27	110%	299,8	186%
2017	1 457 777,99	113%	298,6	99,599%
2018	1 822 687,38	125%	687,3	230%
2019	2 324 614,66	128%	438,82	64%

\* қишлоқ хўжалиги ва кичик тадбиркорлик субъектларидан ташқари, қайта ҳисобланган

Ўзбекистонда қимматли қоғозлар бозорига молиявий маблағлар жалб қилиш эконометрик моделлари орқали баҳолашни ўрганар эканмиз, республикада ўртача ҳисобланган ойлик иш ҳақи ўзгаришининг қимматли қоғозлар айланмаси ўзгаришига ўзаро таъсирини регрессион-корреляцион боғланишлар орқали кўриб чиқамиз. Регрессия параметрларини ҳисоблаш учун қийматлар жадвалини ҳосил қиламиз (10-жадвал).

<sup>26</sup> Муаллиф томонидан «Ўзбекнефтгаз» АЖ расмий маълумотлари асосида ишлаб чиқилган (<http://ung.uz/shareholders/share-capital>)

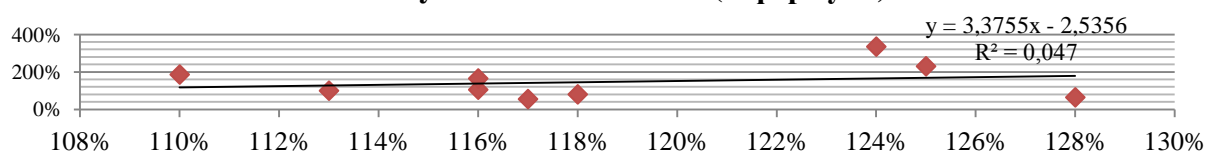
<sup>27</sup> «Тошкент» РФБ расмий маълумотлари: (<https://www.uzse.uz/system/analytics>)

Регрессия параметрларини ҳисоблаш учун қийматлар жадвали<sup>28</sup>

x (Ўртача ҳисобланган ойлик иш ҳақи ўзгариши)	y (ҚҚ айланмаси ўзгариши)	x <sup>2</sup>	y <sup>2</sup>	x*y
124	335	15376	112225	41540
118	80	13924	6400	9440
117	55	13689	3025	6435
116	105	13456	11025	12180
116	165	13456	27225	19140
110	186	12100	34596	20460
113	99.6	12769	9919.96	11254.68
125	230	15625	52900	28750
128	64	16384	4096	8192

Регрессия тенгламаси куйидаги кўринишга эга:

$$y = 3.3755x - 253.564 \text{ (1-формула)}^{29}$$

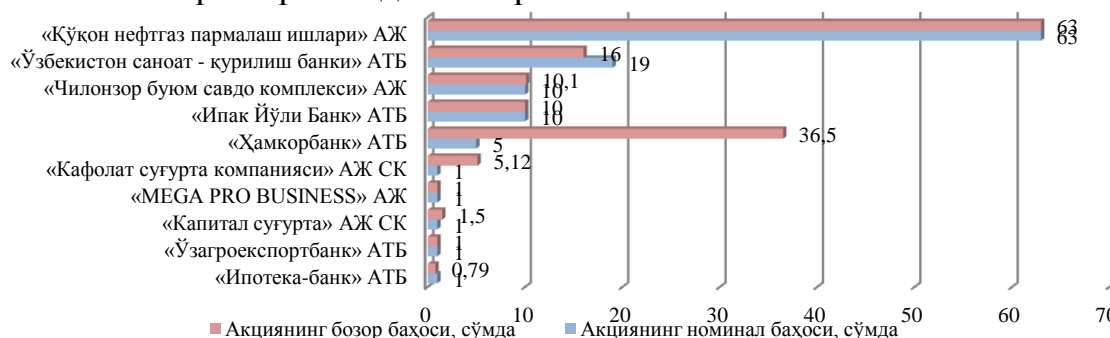


**6-расм. Ўртача ҳисобланган ойлик иш ҳақи ўзгаришининг қимматли қоғозлар айланмаси ўзгаришига ўзаро таъсири<sup>30</sup>**

Бунда у ва х факторлар орасидаги боғланиш заиф ва тўғри ҳисобланади. Одатда, детерминация коэффициентини интерпретация қилиш учун фоизларда кўрсатилади:

$$R^2 = 0.217^2 = 0.047 \text{ (2-формула)}^{31}$$

Натижада аниқландики, республикада ўртача ҳисобланган ойлик иш ҳақи ўзгариши қимматли қоғозлар айланмасига 4,7 фоиз таъсир кўрсатади. Бошқача айтганда, регрессия тенглиги заиф ҳолатда. Қимматли қоғозлар айланмасига таъсир этувчи 95,3 фоизлик омилар ушбу моделдан ташқарида бўлиб, аҳоли даромадлари ўзгариши қимматли қоғозлар бозори айланмасига сезирали равишда таъсир этмаган.



**7-расм. Ўзбекистон қимматли қоғозлар бозорида энг арзон акцияларнинг номинал ва бозор баҳоси (01.01.2021 йил ҳолатига), сўмда<sup>32</sup>**

Қимматли қоғозлар бозорига аҳолининг бўш пул маблағларини жалб этишда жисмоний шахсларнинг даромадлари ўзгариш динамикаси таъсир этмаслиги, ваҳоланки, «Тошкент» РФБ ва «Элсис савдо» қимматли қоғозлар

<sup>28</sup> Муаллиф томонидан маълумотлар асосида ишлаб чиқилган

<sup>29</sup> Афанасьев, В. Н., & Юзбашев, М. М. (2001). Анализ временных рядов и прогнозирование. М.: Финансы и статистика, 228(2).

<sup>30</sup> Муаллиф томонидан маълумотлар асосида ишлаб чиқилган

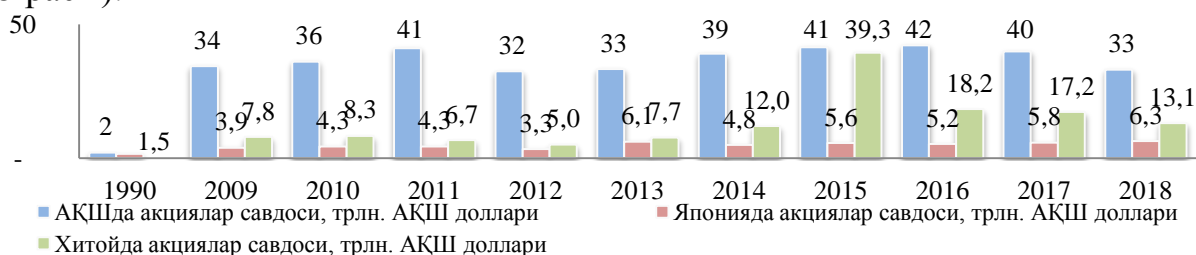
<sup>31</sup> Афанасьев, В. Н., & Юзбашев, М. М. (2001). Анализ временных рядов и прогнозирование. М.: Финансы и статистика, 228(2).

<sup>32</sup> «Тошкент» РФБ расмий маълумотлари: (<https://www.uzse.uz/system/analytics>)

бозорида номинал ва бозор баҳоси 63 сўмгача бўлган молиявий активларни кўришимиз мумкин (7-расм).

Диссертациянинг учинчи бобида «Ўзбекистонда қимматли қоғозлар бозорини аҳолининг бўш пул маблағларини жалб қилиш орқали ривожлантириш йўналишлари» илмий ва амалий жиҳатдан тадқиқ қилинган. Ушбу бобда ривожланган мамлакатларда қимматли қоғозлар бозорини ривожлантиришда аҳолининг бўш пул маблағларини жалб қилиш тажрибаси, қимматли қоғозлар бозорига аҳолининг бўш пул маблағларини жалб қилишнинг мавжуд муаммолари ва уларни бартараф этиш йўллари кўриб чиқилган.

Соҳадаги илмий изланишларга кўра, «АҚШ, Япония ва Буюк Британия каби мамлакатлардаги аҳолининг оилавий даромадларига нисбатан молиявий активларнинг тўпланган ҳажми Канада, Германия, Франция ва Италия давлатларидагига қараганда каттароқдир. АҚШ ва Япониянинг етакчи роли, авваламбор, ушбу мамлакатларда мавжуд бўлган инвестиция ресурсларини (шу жумладан, уй-жой маблағларини) жалб қилиш механизми мобиллиги ва улардан самарали фойдаланиш билан боғлиқдир»<sup>33</sup>. Буларнинг барчаси иқтисодий ўсишга ва натижада аҳоли даромадларининг ўсишига ёрдам берди. Аҳолининг қимматли қоғозлар бозорида фаоллик даражасига кўра иқтисодиёти ривожланган мамлакатлар ўртасида АҚШ алоҳида ўринда туради. Фуқароларининг ҳар 2 тасидан биттасида депо ҳисобварақаларида қимматли қоғозлар мавжуд. АҚШ қимматли қоғозлар бозорида аҳоли томонидан жуда кўп сотиб олинган активлар – акциялар ҳисобланади. Йиллар кесимида АҚШ фонд биржасида акциялар савдоси таҳлилидан, ушбу бозорнинг ўзгарувчанлик даражаси юқори эканлигини кўриш мумкин (8-расм).

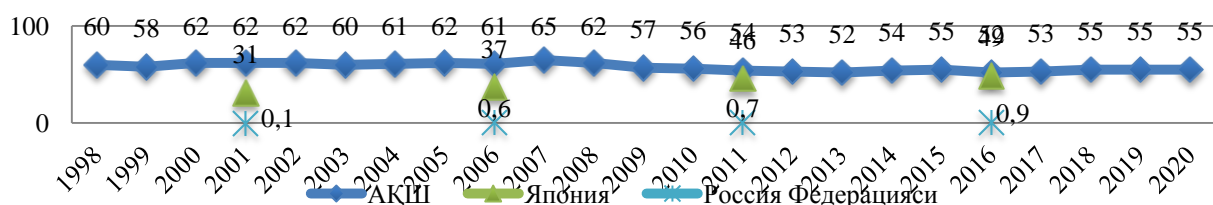


**8-расм. АҚШ, Хитой ва Японияда акциялар савдоси, трлн. АҚШ доллари<sup>34</sup>**

Жадвал маълумотлардан кўриниб турибдики, АҚШ қимматли қоғозлар бозорида акциялар савдоси 1990 йилда 2,03 трлн. АҚШ долларини ташкил этган бўлса, 29 йил ичида 33 трлн. АҚШ долларига ёки 16 мартага ошган. Ушбу кўрсаткичнинг энг юқори даражаси 47,24 трлн. АҚШ долларга 2008 йилда эришилган. Бунга молиявий-иқтисодий инқироз туфайли акция эгаларининг бозордаги фаоллашуви (инвесторларнинг катта ҳажмда акцияларини сотувга қўйиши) сабаб бўлган. Қимматли қоғозлар бозорини ривожланишида индивидуал инвесторлар, яъни мамлакат аҳолиси ва бошқа жисмоний шахсларнинг таъсири каттадир.

<sup>33</sup> Димова Елена Анатольевна. Банки в сфере доверительного управления ценными бумагами населения : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : М., 2005 181 с. РГБ ОД, 61:05-8/4290

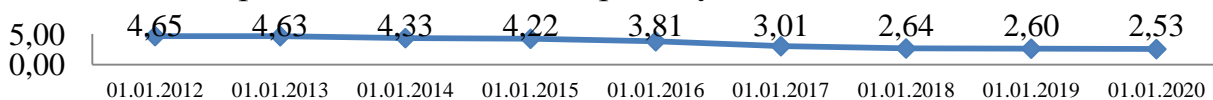
<sup>34</sup> Муаллиф томонидан The Global Economy нашри маълумотлар асосида ишлаб чиқилган ([https://www.theglobaleconomy.com/rankings/value\\_traded/](https://www.theglobaleconomy.com/rankings/value_traded/)).



**9-расм. 1998-2020 йиллар давомида хусусий инвесторлар(аҳоли)нинг қимматли қоғозлар бозоридаги иштироки, фоизда<sup>35</sup>**

АҚШ фуқаролари ўртасида ўтказилган сўровнома асосида аниқланган маълумотларда: аҳолининг 55 фоизи (қарийб 181 млн. инсон) ўзининг даромадларини қимматли қоғозлар бозоридан молиявий активлар сотиб олишга йўналтиради. Ривожланган мамлакатларда қимматли қоғозлар бозорини ривожлантиришда аҳолининг бўш пул маблағларини жалб қилиш амалиёти кўрсатишича, фонд бозори ривожланиши аввало, миллий иқтисодиётдаги компанияларнинг ва молиявий тузилмаларнинг барқарор ишлаши, шунингдек, аҳолининг қимматли қоғозлар бозорида иштирокини таъминлаш учун яратилган мобил иловаларнинг мавжудлиги ва уларнинг сифати билан узвий боғлиқдир.

Ўзбекистон Республикасида қимматли қоғозлар бозорида аҳолининг улуши жуда паст даражада бўлиб, ушбу кўрсаткич ҳам йилдан йилга камайиб бормоқда. Бунинг сабабларидан бири сифатида, аҳолининг 1992 йилдаги 12 фоизли облигацияларни 2014 йилда сўндирилишидан юзага келган ҳолат бўлиб, облигацияни сўндирилиш қиймати миллий валютани ўзгариши ва инфляцияни юқори даражадалиги туфайли паст нархларда амалга оширилганлиги бўлса, бошқа омили сифатида аҳолининг молиявий саводхонлик даражасини мисол келтирсак бўлади.



◆ Қимматли қоғозлар бозорида аҳолининг иштироки, фоизда

**10-расм. Ўзбекистон қимматли қоғозлар бозорида аҳолининг иштироки, фоизда (умумий аҳолига нисбатан)<sup>36</sup>**

Дивиденд тўловларини тўлаш жараёни ҳам фонд бозоридаги эмитентнинг акциялари савдосига таъсир кўрсатади. Хусусан, республикада дивиденд тўловлари бўйича кечикиш ҳолатлари мавжуддир. Шунинг таъкидлаш мумкинки, дивиденд тўловларини амалга оширишда эмитент томонидан ўзига хизмат кўрсатаётган банкка тўлов талабномаси юборишда 1 фоизлик, акциядорнинг банкидаги ҳисоб счётига маблағларини ўтказишда 1 фоизлик коммиссион харажатлар тўланади. Таҳлиллар асосида, пулнинг вақт бўйича қиймати концепциясини киритиш орқали дивидендларни тўлашда кунлик сарфланадиган вақтни 2 бараварга ҳамда ташкилий харажатларни 15 фоизга камайтиришга асосланган дивиденд тўловларини амалга ошириш механизми таклиф этилди (11-жадвал).

<sup>35</sup> Муаллиф томонидан манбалар асосида тайёрланди(<https://news.gallup.com/poll/309233/stock-investments-lose-luster-covid-sell-off.aspx>, Финансовые показатели стран.: <http://www.utmagazine.ru/posts> )

<sup>36</sup> Муаллиф томонидан Марказий депозитория маълумотлари асосида тайёрланган

## 11-жадвал

### Ўзбекистон Республикаси акциядорлик жамиятларида дивиденд тўловларини амалга ошириш механизми<sup>37</sup>

Жорий ҳолат		Таклиф этилаётган жараён	
Жараён номи	муддат	Жараён номи	муддат
1. Акциядорлик жамиятининг дивидендлар тўлаш тўғрисидаги қарорига асосан дивиденд суммалари ҳисобланади	1 кун	1. Акциядорлик жамиятининг дивидендлар тўлаш тўғрисидаги қарорига асосан дивиденд суммалари ҳисобланади	1 кун
2. Акциядорларнинг аризалари қабул қилинади	1 кун	2. Акциядорлик жамиятининг банк ҳисобварақалари орқали акциядорларнинг инвестицион воситачидаги депо ҳисобварақларига дивиденд суммалари ўтказилади	1 кун
3. Акциядорлик жамиятининг банк ҳисобварақлари орқали акциядорларнинг транзит счётларига дивиденд суммалари юборилади	1 кун		
4. Акциядорларнинг транзит счётларидан уларнинг пластик карточкаларига дивиденд ўтказилади	1 кун		

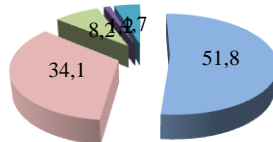
Қимматли қоғозлар бозорига аҳолининг бўш пул маблағларини йўналтиришдаги яна бир омил сифатида уй хўжалиklarининг даромад даражаси бўйича табақаланишини ҳам ҳисобга олиш лозим (12-жадвал).

## 12-жадвал

### Ўзбекистонда уй хўжалиklarининг даромад даражаси бўйича табақаланиши, фоизда<sup>38</sup>

Кўрсаткичлар	2019 йил	2020 йил
1-2 млн сўм	8 %	21%
2-4 млн сўм	39%	35%
4-6 млн сўм	31%	22%
6 млн. сўм	22%	22%

12-жадвалдан кўринадикки, кузатувлар асосида аҳолининг асосий қисми даромадлари 2 млн. сўмдан 4 млн. сўмгача (2019 йил) бўлганлиги аниқланган бўлиб, бу кўрсаткич жисмоний шахсларда жамғаришга бўлган қўшимча маблағларни етишмаслигини кўрсатади. Ўтказилган тадқиқотга кўра, республикада аҳолиси озиқ-овқат маҳсулотларига ойлик ўртача 500 минг сўмдан 700 минг сўмгача, коммунал тўловлар 200 минг сўмдан 300 минг сўмгача, турли хизматлар учун 300 минг сўмдан 400 минг сўмгача ўз маблағларини сарф этади. Бу ўз навбатида, жамғариш учун ажратиладиган маблағларни камайишига олиб келади.



■ Мавжуд эмас ■ 1 млн. сўмгача ■ 1 млн. сўмдан 2 млн. сўмгача ■ 2 млн. сўмдан 4 млн. сўмгача ■ 4 млн. сўмдан юқори

### 11-расм. Ўзбекистонда аҳолининг ҳар ойлик сарфлардан ташқари қоладиган жамғарма маблағлари<sup>39</sup>

Тадқиқот жараёнида ўтказилган сўровномага кўра, ҳар ойлик сарфлардан ташқари қоладиган жамғарма маблағлари аҳолимизнинг 51,8 фоизида мавжуд эмаслиги, 34,1 фоизида эса 1 миллион сўмгача бўш пул

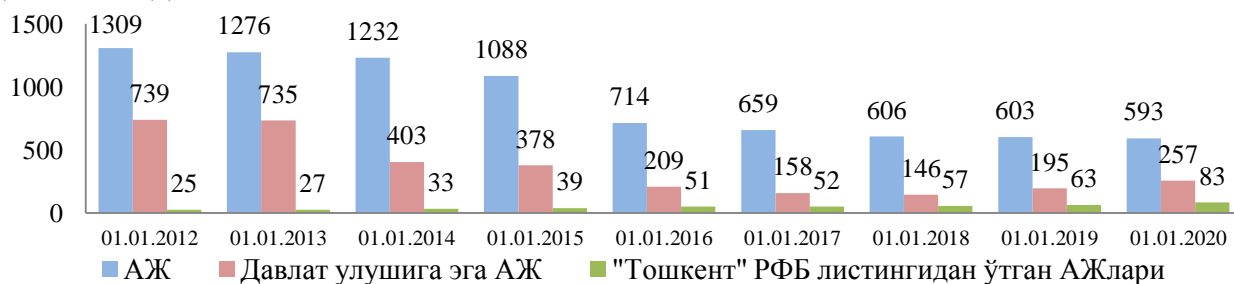
<sup>37</sup> Муаллиф томонидан Марказий депозитория маълумотлари асосида тайёрланган

<sup>38</sup> [https://cbu.uz/upload/iblock/926/Turmush\\_darazhasi\\_va\\_inflyatsiya.pdf](https://cbu.uz/upload/iblock/926/Turmush_darazhasi_va_inflyatsiya.pdf)

<sup>39</sup> Муаллиф томонидан ўтказилган онлайн сўровнома натижалари (<https://forms.gle/j1dAPF6C3Szu833x9>)



маблағлари мавжудлиги аниқланди (11-расм). Қимматли қоғозлар бозорини самарали ташкил этиш ва унинг жозибасини оширишда яна бир муҳим омил, унинг иштирокчилари, яъни акциядорлик жамиятларининг салмоғи ҳисобланади.



**12-расм. Республикада фаолият олиб бораётган АЖ сони, дона<sup>40</sup>**

12-расм асосида таъкидлашимиз мумкинки, 2012 йилнинг 1 январь ҳолатига жами 1309 дона акциядорлик жамиятлари мавжуд бўлган бўлиб, бу кўрсаткич 2020 йилга келиб 593 донани ёки 55 % га камайган. Таҳлилларни ҳисобга олган ҳолда, фонд бозорида эмитентлар сонини кўпайтириш, давлат улушига эга бўлган акциядорлик жамиятларини хусусийлаштиришни қимматли қоғозлар бозори орқали самарали ташкил этиш зарурдир.

## ХУЛОСА

Аҳолининг бўш пул маблағларини жалб қилиш орқали қимматли қоғозлар бозорини ривожлантиришга доир олиб борилган тадқиқотлар натижасида қуйидаги асосий хулосалар шакллантирилди:

1. Аҳолининг бўш пул маблағларини қимматли қоғозлар бозорига жалб қилиш моделлари: банклар назорати остидаги қимматли қоғозлар бозори; мамлакат молия вазирлиги томонидан назоратга олинган қимматли қоғозлар бозори; махсус давлат органлари томонидан назоратга олинган қимматли қоғозлар бозори; аралаш назоратга эга қимматли қоғозлар бозори ўз хусусияти ва функцияси бўйича ажралиб туради. Уларни миллий иқтисодиёт ривожланиши ва ундаги тузилмаларнинг интеграллашуви доирасида татбиқ этиш мақсадга мувофиқ.

2. Лойиҳаларни молиялаштириш ва инвестицион талабни қаноатлантириш мақсадида акциядорлик жамиятининг даромад қатъий белгиланган акцияларини муомалага чиқариш ва қимматли қоғозлар бозорида очиқ жойлаштирилиши самараси молиялаштиришнинг бошқа манбаларига қараганда афзал ҳисобланади. Акциядорлик жамиятларида ўз устав фондининг 15-20 фоизи доирасида имтиёзли акцияларини қимматли қоғозлар бозорига жойлаштириш орқали янги лойиҳаларни амалга ошириш учун зарур бўлган молиявий маблағларни жалб этиш имконияти яратилади.

3. Акциядорлик жамияти қисқа ва узоқ муддатли корпоратив облигацияларни аҳолининг ҳарид қобилиятини ҳисобга олган ҳолда эмиссия қилиш ва қимматли қоғозлар бозорида аҳоли ўртасида очиқ жойлаштириш орқали молиявий маблағларни жалб этиш ҳамда янги лойиҳаларга йўналтириши мумкин. Ушбу орқали акциядорлик жамияти янги лойиҳаларни амалга ошириш даврида вужудга келадиган молиявий маблағларга бўлган

<sup>40</sup> “Қимматли қоғозлар марказий депозитарийси” ДК маълумотлари асосида ишлаб чиқилган

талабини қисқа ва узоқ муддатли корпоратив облигацияларни эмиссия қилиш ва аҳоли ўртасида очик жойлаштириш орқали қаноатлантиради. Натижада, манфаатлар: акциядорлик жамият корпоратив облигацияларни жойлаштириш натижасида республикадаги тижорат банкларидаги ўртача кредит фоизидан паст фоиз доирасида арзон молиявий ресурсларга эга бўлади, аҳоли банк депозитларидан юқори бўлган даромадли қимматли қоғозга эга бўлади.

4. Қимматли қоғозлар бозоридаги рентабеллиги юқори бўлган молиявий активларга инвестицияларни йўналтириш орқали акциядорлик жамияти ўз бизнесини диверсификация қилади ва даромадлар оқимини кенгайтириш имкониятига эга бўлади.

5. Мобил технологиялар асосида акциядорлар учун махсус дастур яратиш орқали акциядорлик жамиятлари бошқарув тизимида барча акциядорларнинг иштирокини таъминлаш, ўзи эгалик қилаётган компаниянинг жорий ҳолат юзасидан маълумотларни мунтазам бериб борилиши фонд бозорига бўлган ишончни оширади.

6. Акциядорлик жамиятлари қимматли қоғозларининг институционал мазмунини ошириш мақсадида дивиденд сиёсатида мунтазамлик ва аниқликни таъминлаш зарурдир. Келгусида компания бозор баҳосини ошириш ва акциядорларнинг дивиденд тўловларини қисқа даврларда амалга ошириш, яъни дивиденд тўлов сиёсатига ўзгартириш киритиш, чораклик натижалар бўйича тўловларни амалга ошириш муҳим аҳамият касб этади.

7. Асосий фаолиятга инвестицияларни кенг жалб этиш мақсадида «Ўзбекнефтгаз» акциядорлик жамиятининг соҳага тааллуқли бўлмаган акциядорлик жамиятларидаги улушини қимматли қоғозлар бозори орқали аҳолига сотиш самарадорлиги кўрсатилиб ўтилган. Соҳага тааллуқли бўлмаган акциядорлик жамиятларидаги «Ўзбекнефтгаз» акциядорлик жамиятининг улушини фонд бозорида SPO жараёни орқали жойлаштирилиши ва аҳолига сотиш орқали инвесторларнинг бўш пул маблағларини қимматли қоғозлар бозорига жалб этилиши самарали ҳисобланади.

8. Узоқ муддатли инвестицион лойиҳаларни молиялаштириш мақсадида халқаро облигацияларни эмиссия қилиш ва қимматли қоғозлар бозорига очик жойлаштириш орқали молиявий ресурсларни диверсификация қилиш натижасида, акциядорлик жамиятлари ҳозирги кунда халқаро амалиётда кенг қўлланилиб келинаётган еврооблигациялар орқали маблағларни жалб этиш ва хорижий валютага нисбатан бўлган талабини қаноатлантириш имкониятларига эга бўлишади.

9. Аҳолининг мобил қурилмалардан фойдаланиш даражаси юқорилигини ҳисобга олиб, фонд бозорига бўш молиявий ресурсларни жалб этишда инвестиция воситачиларининг молиявий технологиялар асосида маҳаллий ва хорижий инвесторлар учун махсус қимматли қоғозлар бозорининг мобил иловаларини яратиш ва амалиётга жорий этиш зарурдир.

10. Қимматли қоғозлар бозорига аҳолининг бўш пул маблағларини кенг жалб этиш мақсадида молиявий инструментлар сонини ва уларнинг ликвидлик даражасини ошириш зарурдир. Хусусан, давлат қимматли қоғозларини аҳолига сотиш, акцияларга нисбатан опцион, инфратузилма ва ипотека облигациялари савдосини йўлга қўйиш қимматли қоғозлар бозори жозибасини янада оширади.

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

---

**ТАШКЕНТСКИЙ ФИНАНСОВЫЙ ИНСТИТУТ**

**КАРИМОВ АКРАМЖОН ИКРОМЖОН УГЛИ**

**РАЗВИТИЕ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ ЗА СЧЕТ ПРИВЛЕЧЕНИЯ  
СВОБОДНЫХ ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ НАСЕЛЕНИЯ**

**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 B2020.4.PhD/Iqt1216 в Высшей аттестационной комиссии при Кабинете Министров Республики Узбекистан.

Диссертация выполнена в Ташкентском финансовом институте.

Автореферат диссертации на двух языках (узбекский, русский, английский (резюме)) размещен на веб-странице по адресу (www.tfi.uz) и на Информационно-образовательном портале «ZiyoNet» по адресу www.ziyo.net.uz.

**Научный руководитель:** Элмирзаев Самариддин Эшкuvatович  
доктор экономических наук, профессор

**Официальные оппоненты:** Карлибаева Рая Ходжабаевна  
доктор экономических наук, профессор  
Хошимов Элмурод Абдусатторович  
кандидат экономических наук, доцент

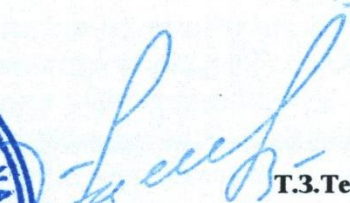
**Ведущая организация:** Самаркандский Государственный Институт  
Экономики и Сервиса


Защита диссертации состоится «23» 07 2021 года в 1400 часов на заседании Научного совета DSc.03/30.12.2019.I.17.01 при Ташкентском финансовом институте по адресу: 100000, г. Ташкент, ул. Амира Темура, дом 60А. Тел.: (99871) 234-53-34; факс: (99871) 234-46-26; e-mail: ilmiykengash@tfi.uz.


С диссертацией можно ознакомиться в Информационно-ресурсном центре Ташкентского финансового института (зарегистрирована под номером 192). Адрес: 100000, г. Ташкент, улица Амира Темура, дом 60А. Тел.: (99871) 234-53-34, факс: (99871) 234-46-26, e-mail: admin@tfi.uz.

Автореферат диссертации разослан «24» 06 2021 года.  
(реестр протокола рассылки № 23 от «24» 06 2021 года).



  
**Т.З. Гешабаев**  
Председатель Научного совета по присуждению учёных степеней, доктор экономических наук, профессор

  
**Н.Н. Каландарова**  
Ученый секретарь Научного совета по присуждению учёных степеней, доктор философии по экономическим наукам (PhD), доцент

  
**И.Н. Кузиев**  
Председатель Научного семинара при Научном совете по присуждению учёных степеней, доктор экономических наук, профессор

## ВВЕДЕНИЕ (аннотация диссертации доктора философии (PhD))

**Актуальность и востребованность темы диссертации.** Одним из основных источников доходов населения мира являются активы фондового рынка. «Капитализация мирового рынка ценных бумаг в 2010 году составила 50,9 трлн долларов США, а к 2019 году этот показатель составил 68,7 трлн долларов США, уровень ликвидности в мировой экономике составили 87,6 процента, а оборот активов – 88,4 процента»<sup>1</sup>. По данным Федеральной резервной системы США «52 процента американцев являются акционерами, из которых 10 процентов владеют ценными бумагами, стоимость которых в среднем составляет 969 тысяч долларов США, 40 процентов – 132 тысяч долларов США, а остальные – менее 54 тысяч долларов США»<sup>2</sup>. Мировой опыт показывает, что рынок ценных бумаг играет важную роль в привлечении свободных денежных средств населения к инвестиционной деятельности и увеличении их доходов, и в процессе глобализации этот вопрос становится все более актуальным.

Проводятся масштабные научные исследования по привлечению и более эффективному использованию свободных денежных средств населения в развитии мирового рынка ценных бумаг. Они охватывают в основном роль рынка ценных бумаг в экономике, виды и сущность финансовых инструментов, важность привлечения свободных финансовых ресурсов инвесторов на рынок ценных бумаг, а также вопросы контроля на фондовом рынке. Однако в этих исследованиях недостаточно выявлены актуальные проблемы, связанные с развитием рынка ценных бумаг за счет привлечения свободных денежных средств населения. Направление финансовых ресурсов в активы с высокой доходностью на фондовом рынке и обеспечение благодаря этому их доходности до сих пор она не нашли своего положительного решения. Это, в свою очередь, определяет актуальность проведенного исследования по привлечению свободных денежных средств населения на рынок ценных бумаг.

Хотя в Узбекистане определено, что «сократятся внешние заимствования под гарантию государства, а в инвестиционные и инфраструктурные проекты будет привлекаться больше частного капитала»<sup>3</sup>, количество прошедших листинг на фондовом рынке акционерных обществ и доли их акций в обращении невелико, доля государства в акционерных обществах высока, дефицит финансовых инструментов на фондовом рынке, низкий уровень привлекательности и ликвидности активов, задержки выплаты дивидендов акционерам и другие проблемы препятствуют развитию отрасли. По этой причине всестороннее и углубленное изучение факторов и проблем развития рынка ценных бумаг, широкого вовлечения свободных средств иностранных и местных инвесторов, использование передового

---

<sup>1</sup> World Development Indicators: Stock markets - <http://wdi.worldbank.org/table/5.4>

<sup>2</sup> <https://www.financialsamurai.com/what-percent-of-americans-own-stocks/>

<sup>3</sup> Послание Президента Республики Узбекистан Шавката Мирзиёева Олий Мажлису, 29 декабря 2020 года, <https://president.uz/uz/lists/view/4057>

зарубежного опыта в этой области, анализ реальной ситуации и внесение предложений по устранению проблем имеют важное значение, а также определяют актуальность выбранной темы исследования.

Данное диссертационное исследование в определенной степени служит выполнению задач, определенных в указах Президента Республики Узбекистан УП-4947 от 7 февраля 2017 года «О Стратегии действий по дальнейшему развитию Республики Узбекистан», УП-5614 от 8 января 2019 года «О дополнительных мерах по обеспечению дальнейшего развития экономики и повышению эффективности экономической политики», УП-5630 от 14 января 2019 года «О мерах по коренному совершенствованию системы управления государственными активами, антимонопольного регулирования и рынка капитала», УП-6096 от 27 октября 2020 года «О мерах по ускоренному реформированию предприятий с участием государства и приватизации государственных активов», УП-6167 от 11 февраля 2021 года «О мерах по дальнейшему ускорению процессов приватизации государственных активов», в Постановлении Президента Республики Узбекистан ПП-4300 от 29 апреля 2019 года «О мерах по дальнейшему совершенствованию механизмов привлечения прямых иностранных инвестиций в экономику республики», постановлениях Кабинета Министров Республики Узбекистан № 268 от 10 мая 2017 года «Об организации проведения публичного предложения акций на фондовой бирже», № 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.** Данное 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.** Основы развития рынка ценных бумаг путем привлечения свободных денежных средств населения, этапы развития фондовых рынков, эволюция и механизмы привлечения на них свободных денег, их научно-теоретические и методические аспекты получили широкое освещение в исследовательских работах зарубежных ученых-экономистов, таких как M.Ranald, S.Patrick, A.R.William, B.Hiriyappa, K.Dickinson, Carmen Keller, Michael Siegrist<sup>4</sup>. Среди ученых-экономистов из

---

<sup>4</sup> Ranald Michie The Global Securities Market: A History Oxford University Press; 1 edition (January 18, 2007) 412 pages; Patrick S. Collins Regulation of Securities, Markets, and Transactions: a guide to the new environment / Canada. Wiley finance, 585 pages.; William A. Rini Fundamentals of the securities industry/ United States of America/ 2003 240 pages.; Hiriyappa B. Investment management: Securities and Portfolio Management/ New Delhi / New age international (p) limited / 2008 / 235 pages.; Keith Dickinson Financial markets operations management/ WP in GB by TJ Int. Ltd, Padstow, UK – 2015/ 474 pages.; Carmen Keller, Michael Siegrist “Investing in stocks: The influence of financial risk attitude and values-related money and stock market attitudes” Journal of Economic Psychology, Volume 27, Issue 2, April 2006, Pages 285.;

стран СНГ, работающих в этой области, А.А.Килячков и Л.А.Чалдаева<sup>5</sup> в своих исследованиях описали о рынке ценных бумаг и деятельности биржи, а В.А.Галанов и А.И.Басов<sup>6</sup> - общую структуру рынка ценных бумаг.

Из отечественных ученых-экономистов Ш.Ш.Шохаъзамий<sup>7</sup> проводил научно-исследовательские работы по существующим тенденциям и общим проблемам в области финансовых рынков и рынков ценных бумаг, С.Э.Элмирзаев изучил влияние стоимости и доходности акций на рынок ценных бумаг, в частности, на поток потенциальных инвесторов<sup>8</sup>. По вопросам совершенствования системы торговли ценными бумагами в Узбекистане и существующих в ней проблем Ф.Т.Мухамедов, а также ученые в этой области Ж.И.Каримкулов, Ш.Н.Султонов, У.Р.Халиков, Х.Х.Худойкулов, Қ.Р.Чинкулов<sup>9</sup> провели собственные исследования и разработали предложения и рекомендации по развитию рынка ценных бумаг.

**Связь диссертационного исследования с планом научно-исследовательских работ высшего учебного заведения, в котором выполнена диссертация.** Данное диссертационное исследование выполнено в соответствии с планом научно-исследовательских работ Ташкентского финансового института по теме “Научные основы координации финансовой, банковской и счетной систем в условиях цифровой экономики”.

**Целью исследования** является разработка предложений и рекомендаций по развитию рынка ценных бумаг путем привлечения свободных денежных средств населения.

**Задачи исследования** заключаются в следующем:

раскрытие теоретической и методической эволюции привлечения свободных денежных средств на рынок ценных бумаг;

разработка научных и практических предложений по моделям и сравнительному анализу привлечения свободных денежных средств населения в рынок ценных бумаг;

разработка научных и практических предложений путем анализа рынка ценных бумаг в Узбекистане и этапов его развития, анализ практики привлечения свободных денежных средств населения на рынок ценных;

изучение реализации процесса первичного (IPO), вторичного публичного размещения (SPO) акций и его анализ при привлечении свободных средств через рынок ценных бумаг;

---

<sup>5</sup> Килячков А.А., Чалдаева Л.А. Рынок ценных бумаг и биржевое дело: Уч.П.-М: Экономистъ, 2005г.–687 с.

<sup>6</sup> Галанов В.А., Басов А.И. Рынок ценных бумаг: Учебник –М.: Финансы и статистика, 2004 г. – 448 с.

<sup>7</sup> Шохаъзамий Ш.Ш. Системное развитие рынка ценных бумаг в регулятивной взаимосвязи с реальной экономикой/Монография. – Т.: Fan va texnologiya, 2012. – 448 с.;

<sup>8</sup> Элмирзаев С.Э. ва бошқалар Молия бозори. Дарслик –Т.: Иқтисод-Молия, 2019-324 б.

<sup>9</sup> Мухамедов Ф.Т. Ўзбекистонда қимматли қоғозлар бозори савдо тизимларини ривожлантириш йўналишлари. И.ф.д. илм. дар. олиш учун дис. автореф. -Т.: ТМИ, 2019. – 76 б.; Каримкулов Ж.И. Ўзбекистон иқтисодиётида қимматли қоғозлар бозори ролини ошириш йўллари. И.ф.н. ил. даража. олиш учун тақдим этилган дисс. автореф. – Тошкент, 2012. – 20 б.; Халиков У.Р. Ўзбекистонда фонд бозори орқали инвестицион фаолиятни молиялаштиришни такомиллаштириш. И.ф. б. ф. д. (PhD) дар. ол. уч. ёз. дисс. автореф.–Т. БМА. 2017 й., – 54 б.; Худойкулов Х.Х. Фонд бозори активларини баҳолаш механизминини такомиллаштириш. И.ф. б. ф. д. (PhD) дар. ол. уч. ёз. дисс. автореф.–Т.: БМА. 2018 й., – 24 б.; Чинкулов Қ.Р. Акциядорлик жамиятларини корпоратив қимматли қоғозлар орқали молиялаштиришни такомиллаштириш. Иқтисодиёт фанлари бўйича фалсафа доктори (Doctor of Philosophy) диссертацияси автореферати. -Т.: ТМИ. 2019 й., – 66 б.

оценка привлечения финансовых средств на рынок ценных бумаг Узбекистана с помощью эконометрических моделей;

анализ опыта привлечения свободных денежных средств населения в развитие рынка ценных бумаг в развитых странах;

выявление существующие проблем привлечения свободных средств населения на рынок ценных бумаг и пути их устранения, разработка предложений и рекомендаций по привлечению свободных средств населения на рынок ценных бумаг.

**Объектом исследования** является рынок ценных бумаг Узбекистана.

**Предметом исследования** являются экономические отношения, возникающие при развитии рынка ценных бумаг путем привлечения свободных денежных средств населения.

**Методы исследования.** В диссертации использованы такие методы, как группировка, сравнение, научного мышления, экономико-статистическая и экспертная оценка, корреляционный и регрессионный анализ.

**Научная новизна исследования** заключается в следующем:

предложен выпуск корпоративных облигаций с фиксированной процентной ставкой на долгосрочные проекты с учетом покупательной способности населения и открытое размещение на рынке ценных бумаг;

путем включения концепции стоимости денег по времени обосновано 15-процентное сокращение организационных расходов и 2-кратное сокращении времени, затрачиваемого в день на выплату дивидендов;

с учетом годовых инфляционных ожиданий при направлении инвестиций на фондовый рынок определен относительный лимит ежемесячной покупки и продажи финансовых активов через прогноз цен на рынке ценных бумаг;

обосновано размещение доли эмитента в непрофильных акционерных обществах через фондовый рынок в форме открытой подписки путем проведения SPO (вторичного публичного предложения) и привлечение свободных финансовых ресурсов населения на рынок ценных бумаг.

**Практические результаты исследования** заключаются в следующем:

обосновано увеличение прибыльных финансовых активов с целью привлечения свободных финансовых ресурсов населения на фондовый рынок, т.е. возможность выплаты дивидендов по акциям акционерных обществ наличными средствами или автоматизированной специальной информационной системой;

разработаны практические рекомендации по привлечению финансовых ресурсов и направлению на новые проекты путем эмиссии краткосрочных и долгосрочных корпоративных облигаций акционерных обществ и открытого размещения на рынке ценных бумаг среди населения;

обоснованы необходимость и возможности выпуска и открытого размещения привилегированных акций акционерных обществ на рынке ценных бумаг в целях финансирования проектов и удовлетворения инвестиционного спроса;



учитывая высокий уровень использования мобильных устройств населением, предложено создать и внедрить специальные мобильные приложения для местных и иностранных инвесторов на основе финансовых технологий.

**Достоверность результатов исследования** определяется тем, что реализованные подходы, методы и теоретические данные получены из официальных источников, эффективность представленных анализов и опытно-экспериментальных работ проверена в диапазоне математико-статистической достоверности, соответствует требованиям достоверности статистического законодательства, основывается на данные Государственного комитета Республики Узбекистан по статистике, Агентства по развитию рынка капитала Республики Узбекистан, Агентства по управлению государственными активами Республики Узбекистан, Республиканской фондовой биржи «Ташкент», Центрального депозитария ценных бумаг Республики Узбекистан, а также, практических данных международных организаций, таких как Всемирный банк, Всемирная федерация фондовых бирж.

**Научная и практическая значимость результатов исследования.** Научная значимость результатов исследования объясняется тем, что научно-теоретические выводы, предложения и рекомендации, разработанные в диссертации, могут быть использованы при осуществлении научных исследований по вопросам развития теоретических аспектов привлечения свободных денежных средств населения на рынок ценных бумаг, эффективного использования привлеченных свободных денежных средств и стратегического развития рынка ценных бумаг.

Практическая значимость результатов исследования заключается в том, что разработанные рекомендации могут быть использованы при разработке концепции развития рынка ценных бумаг и при развитии рынка ценных бумаг, а также, в разработке принимаемых законов и подзаконных актов для привлечения свободных средств местных и иностранных инвесторов на фондовый рынок, при совершенствовании тем по дисциплине «Финансовый рынок», преподаваемой по направлению бакалавриата в высших учебных заведениях

**Внедрение результатов исследования.** На основе полученных научных результатов по развитию рынка ценных бумаг путем привлечения свободных денежных средств населения:

предложение по выпуску корпоративных облигаций с фиксированным процентом по долгосрочным проектам в обращение с учетом покупательной способности населения и открытому размещению на рынке ценных бумаг в соответствии с новым положением АО «Узбекнефтегаз», утвержденным постановлением Президента Республики Узбекистан от 9 июля 2019 года № ПП-4388, включено в стратегию ведения бизнеса акционерного общества «Узбекнефтегаз» на 2021 год (справка № 03/21-1-9 АО «Узбекнефтегаз» от 8 января 2021 года). В результате данная практика позволила в перспективе

диверсифицировать финансирование инвестиционных проектов, осуществляемых акционерными обществами;

предложение о сокращении ежедневных затрат времени на выплату дивидендов в 2 раза и организационных расходов на 15% путем введения концепции временной стоимости денег включено в стратегию ведения бизнеса АО «Ўзбекнефтгазкудуктаъмирлаш» на 2021 год (справка № НП-31/02-156/1 АО «Ўзбекнефтгазкудуктаъмирлаш» от 4 марта 2021 года). В результате данной практики, проведение дивидендных выплат было внедрено на основе финансовых технологий и время, затрачиваемое на дивидендные выплаты, сократилось в 2 раза, а организационные расходы - на 15%;

предложение по установлению относительного предела ежемесячной покупки и продажи финансовых активов через прогноз рыночной цены ценных бумаг с учетом годовых инфляционных ожиданий при направлении инвестиций на фондовый рынок было использовано в бизнес-стратегии АО «Фарғона донмаҳсулотлари» и АО «Ўзбекнефтгазкудуктаъмирлаш» в практике инвестирования в ценные бумаги АО «Ҳамкорбанк», «Қизилқумцемент», «Кварц», «O‘zbekiston sanoat – qurilish banki». (справка № 4 АО «Фарғона донмаҳсулотлари» от 14 января 2021 года и справка № НП-31/02-156/17 АО «Ўзбекнефтгазкудуктаъмирлаш» от 4 марта 2021 года). В результате акционерное общество получило дополнительный доход через фондовый рынок за счет возможности инвестирования в высокодоходные финансовые активы;

предложение о размещении доли эмитента в непрофильных акционерных обществах через фондовый рынок в форме открытой подписки путем проведения SPO (вторичного публичного предложения) и привлечению свободных финансовых ресурсов населения на рынок ценных бумаг использовано при передаче Агентству по управлению государственными активами доли АО «Узбекнефтегаз» и входящих в состав организаций в уставных капиталах сервисных и других организаций согласно приложению №5 Указа Президента Республики Узбекистан ПП-4388 от 9 июля 2019 года (справка АО «Узбекнефтегаз» №03/21-1-9 от 8 января 2021 года) и продаже на фондовом рынке. В результате у акционерного общества появились дополнительные финансовые ресурсы за счет продажи непрофильных активов.

**Апробация результатов исследования.** Результаты исследования обсуждены на 4 международных и 9 республиканских научно-практических конференциях.

**Публикация результатов исследования.** По теме диссертации опубликованы всего 20 научных работ, из них 7 статей в научных изданиях, рекомендованных Высшей аттестационной комиссией Республики Узбекистан для издания основных результатов докторских диссертаций, в том числе 1 научная статья в зарубежных журналах.

**Структура и объем диссертации.** Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка использованной литературы и приложений. Объем диссертации составляет 145 страниц.

## ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ ДИССЕРТАЦИИ

**Во введении** обоснованы актуальность и востребованность исследования, сформулированы цель и основные задачи, объект и предмет исследования, показано соответствие приоритетным направлениям развития науки и технологий республики, а также изложена научная новизна и практические результаты исследования, раскрыто научное и практическое значение полученных результатов, приведены сведения о внедрении в практику результатов исследования, опубликованные работы и сведения о структуре диссертации.

В первой главе диссертации под названием **«Теоретико-методические основы привлечения финансовых ресурсов в развитие рынка ценных бумаг»** детально изучены теоретическая и методическая эволюция привлечения свободных средств на рынок ценных бумаг, модели и сравнительный анализ привлечения свободных денежных средств населения на рынок ценных бумаг, рынок ценных бумаг в Узбекистане и этапы его развития и сформированы соответствующие выводы.

На рынке ценных бумаг осуществляется купля-продажа ценных бумаг (акций, облигаций, векселей и т.д.) государственных и корпоративных эмитентов. В теоретической и методической эволюции привлечения свободных денежных средств на рынок ценных бумаг особое значение имеет рассмотрение ценных бумаг как собственности. В частности, экономист Keith Dickinson подчеркивает, «что с точки зрения эмитента существует два типа ценных бумаг, первый заключается в том, что компания вынуждена или хочет знать, кто владеет ее ценными бумагами. В этом случае ведется и регистрируется реестр владельцев ценных бумаг. Во втором случае эмитенту не обязательно знать или регистрировать, кому принадлежат ценные бумаги».<sup>10</sup> Важно знать, кто является владельцем акций – ценных бумаг, дающих право собственности на долю в компании – и составлять их списки на них. Это связано с тем, что эмитент, выпускающий ценные бумаги, должен постоянно сообщать акционерам о серьезных изменениях в своей деятельности и обеспечивать их участие в принятии управленческих решений. Вторая категория ценных бумаг - это корпоративные облигации, обычно выпускаемые эмитентом в качестве долговых обязательств, и для компании не важно знать кому они принадлежат.

Использование векселей в качестве платежного средства в период первоначального эволюционного развития ценных бумаг обеспечило

---

<sup>10</sup> Keith Dickinson Financial markets operations management/ Wiley Printed in Great Britain by TJ International Ltd, Padstow, Cornwall, UK – 2015/ 474 pages

безопасность взаимных торговых и коммерческих операций, обычно ценные бумаги этого использовались в случаях, когда возникают различные проблемы (грабёж, кража) при переносе финансовых ресурсов из одного региона в другой, а также как средство надежного обмена торговцами своих средств из одной валюты в другую.

Обращение финансовых активов в виде ценных бумаг началось в 1815 году и продолжало неуклонно расти до 1980 года. Появление крупных фондовых бирж и интенсивность экономики обусловили спрос на ценные бумаги (рис. 1).



**Рис.1. Оборот денег и ценных бумаг в мировой экономике, в процентах<sup>11</sup>**

Развитие в этой сфере привело к возникновению моделей рынка ценных бумаг. В зависимости от уровня развития рынка ценных бумаг в стране меняются и его модели. В экономической литературе<sup>12</sup> выделяют четыре основные модели рынка ценных бумаг – рынок ценных бумаг под контролем банков, рынок ценных бумаг под контролем Министерства финансов страны, рынок ценных бумаг под контролем специальных государственных органов, рынок ценных бумаг со смешанным контролем.

Этапы становления и развития рынка ценных бумаг в Республике Узбекистан можно отобразить следующим образом (таблица 1).

<sup>11</sup> Грибов А.Ю. Институциональная теория денег: сущность и правовой режим денег и цб.–М.:РИОР, 2008.–200 с. – 48 с.

<sup>12</sup> Рынок ценных бумаг и биржевое дело: у. п./сост. Т.П.Ихсанова, Ж.А.Садкова.-Хабаровск:РИЦ ХГАЭП, 2013. – 164 с.

Этапы развития рынка ценных бумаг в Узбекистане<sup>13</sup>

№	Этапы развития рынка ценных бумаг	Годы	Особенности периода
1	Возникновение независимых бирж	1991 - 1993 годы	В соответствии с принятым в республике Законом "О биржах и биржевой деятельности" были увеличены уставные фонды фондовых бирж (50 млн. рублей) и были введены стандартные требования к их деятельности.
2	Проникновение финансовых ресурсов в национальной экономике на рынок ценных бумаг	1994 - 1999 годы	Создана Республиканская фондовая биржа «Ташкент» и проведена практическая работа по привлечению средств в национальную экономику путем создания электронной биржевой системы, перевода компаний в акционерные общества и приобретения их акций.
3	Совершенствование нормативно-правовой базы рынка ценных бумаг и налаживание международного сотрудничества	1999-2007 годы	В целях обеспечения соответствия ценных бумаг требованиям стандарта и надежности были приняты положения «О листинге ценных бумаг в РФБ «Тошкент»» и «О статусе официального дилера (маркет-мейкера) на РФБ «Тошкент».
4	Влияние мирового финансово-экономического кризиса на национальный рынок ценных бумаг	2008-2012 годы	В условиях мирового финансово-экономического кризиса коммерческими банками, являющимися основными участниками рынка ценных бумаг Узбекистана, были приняты меры по увеличению своих антикризисных резервных фондов, а активность иностранных инвесторов на фондовом рынке снизилась.
5	Запуск новой электронной торговой платформы рынка ценных бумаг и упрощение участия в ней физических лиц	2012-2016 годы	Государственное унитарное предприятие «Информационно-ресурсный центр фондового рынка» создано в целях обслуживания и контроля за «Единого программно-технического комплекса фондового рынка». Запущено программное обеспечение, позволяющее быстро и эффективно осуществлять торговлю акциями в электронном виде
6	Широкое вовлечение инвесторов в фондовый рынок и современная концепция рынка капитала	С 2017 года по настоящее время	Разработана современная концепция фондового рынка, создано Агентство по развитию рынка капитала Республики Узбекистан, а с 2021 года его полномочия переданы Министерству финансов Республики Узбекистан

В качестве первой практики привлечения свободных средств населения на рынок ценных бумаг в Республике Узбекистан можно рассмотреть выпуск облигаций 12-процентного внутреннего выигрышного займа 1992 года и их размещения среди населения в 1992-1994 годах. В соответствии

<sup>13</sup> Разработано автором на основе данных РФБ «Тошкент»: <https://uzse.uz/abouts/history>

с постановлением Кабинета Министров Республики Узбекистан № 209 от 31 июля 2014 года «Об установлении коэффициента индексации облигаций Узбекского республиканского 12-процентного внутреннего выигрышного займа 1992 года» по этим облигациям был установлен коэффициент индексации, а выплаты были осуществлены с 1 августа 2014 года (таблица 2).

**Таблица 2**

**Цена и коэффициент погашения Узбекского республиканского 12-процентного внутреннего выигрышного займа 1992 года<sup>14</sup>**

Номинальная стоимость облигаций, сум	500	1000	250
Всего облигаций, подлежащих размещению согласно общему плану, млн. сум	5500 (обыкновенные)/2500 (выигрышный)		
Коэффициент индексации	1,373 (из расчета роста минимальной заработной платы с июля 1994 года по июль 2014 года в 1 373 раза).		

Экономическая ситуация в стране, колебания валютных курсов и высокая инфляция повлияли на стоимость погашения Узбекского Республиканского 12-процентного внутреннего выигрышного займа 1992 года и привели к потере доверия к рынку ценных бумаг среди населения. При погашении Узбекского Республиканского 12-процентного внутреннего выигрышного займа 1992 года номинальной стоимостью 250, 500 и 1000 сум ожидаемый результат не был достигнут в связи с тем, что изменение курса национальной валюты в 1994 году составило 1000 рублей = 1 сум, а уровень инфляции в стране был высоким. На основании анализов можно отметить, что разница между стоимостью погашения и рыночной стоимостью облигации номиналом 500 сум составила - 12 444,70 сум, что стало потерей для граждан, вложивших свои средства, снижении их интерес и доверие к рынку ценных бумаг.

Во второй главе диссертации «**Анализ текущего состояния привлечения свободных денежных средств населения на рынок ценных бумаг**» была осуществлена практика привлечения свободных денежных средств населения на рынок ценных бумаг в Узбекистане, процесс первичного (IPO), вторичного публичного размещения акций (SPO) при привлечении свободных денежных средств через рынок ценных бумаг и его анализ, оценка привлечения финансовых средств на рынок ценных бумаг в Узбекистане с помощью эконометрических моделей.

Возможности выпуска ценных бумаг государством и хозяйствующими субъектами на рынках ценных бумаг Узбекистана (Таблица 3).

<sup>14</sup> Постановление Кабинета Министров Республики Узбекистан № 209 от 31 июля 2014 года «Об установлении коэффициента индексации облигаций Узбекского республиканского 12-процентного внутреннего выигрышного займа 1992 года»

Таблица 3

**Возможности размещения ценных бумаг на фондовом рынке  
Узбекистана<sup>15</sup>**

№	Ценные бумаги	Мин. финансов РУз.	Центробанк РУз	ГП	АО	ООО	ЧП
1	Государственные ценные бумаги	+	+	—	—	—	—
3	Акции	—	—	—	+	—	—
4	Облигации	корпоративный	—	—	+	+	—
		международный	+	—	+	+	—
		инфраструктура	+	—	+	+	+
5	Векселя	—	+	—	+	—	—
6	Депозитарные расписки	—	—	—	+	—	—
7	Депозитные сертификаты	—	—	—	+	—	—
8	Опционы	—	—	—	+	—	—
9	Варранты	—	—	—	+	—	—
10	Фьючерсы	—	—	—	+	—	—

Прим.: + - есть, — - нет.

Существующая система управления фондовым рынком в Республике Узбекистан контролируется специальными государственными органами, как и в третьей модели рынка ценных бумаг, то есть в Великобритании и Японии. Из года в год участники этого рынка меняются (таблица 4).

Таблица 4

**Участники рынка ценных бумаг в Республике Узбекистан, ед.<sup>16</sup>**

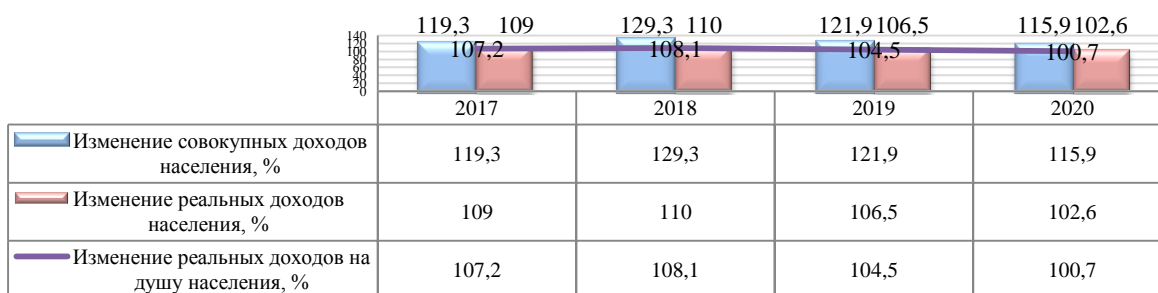
№	Участники рынка ценных бумаг	01.01.2018	01.01.2019	01.01. 2020
1	Эмитенты корпоративных ценных бумаг	606	603	593
2	Депоненты (владельцы ценных бумаг)	920 349	923 598	807 301
	В том числе акционеры инвестиционных фондов	49 767	49 744	49 727
3	Инвестиционные посредники	37	39	43
4	Доверительные управляющие инвестиционными активами	30	32	34
5	Инвестиционные фонды	8	8	9
6	Фондовые биржи	2	2	2

Анализы показывают, что по состоянию на 1 января 2020 года эмитенты корпоративных ценных бумаг составили 593 единицы, что на 1,65% меньше, чем в январе 2019 года, при этом количество держателей ценных бумаг уменьшилось на 12,59%, а количество инвестиционных посредников увеличилось на 10,2%. В 2019 году в республике действовало 9 инвестиционных фондов.

В качестве факторов, влияющих на дальнейшее развитие фондового рынка и более широкое вовлечение в него местных инвесторов, прежде всего, можно показать реальный рост доходов населения в стране и влияние инвестиций на финансовых рынках. На основе данных Государственного комитета Республики Узбекистан по статистике, рассматривая динамику изменения реальных доходов населения, можно увидеть следующие изменения по годам (рис. 2).

<sup>15</sup> Подготовлено автором на основе данных РФБ “Тошкент”: (<https://www.uzse.uz/system/analytics>)

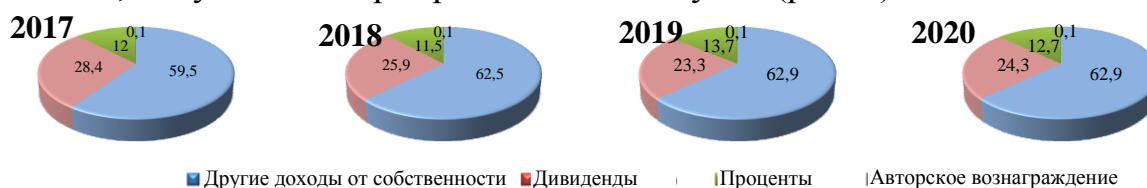
<sup>16</sup> Подготовлено автором на основе данных РФБ “Тошкент”: (<https://www.uzse.uz/system/analytics>)



**Рис. 2. Динамика изменения доходов населения в Узбекистане, в процентах<sup>17</sup>**

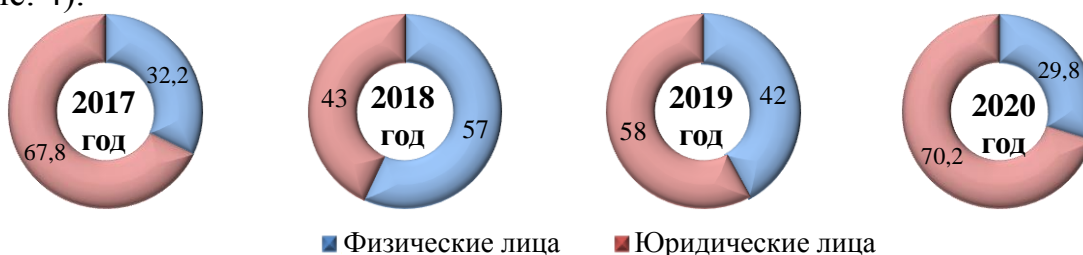
Анализ показывает, что в 2018 году в нашей стране совокупные доходы населения выросли на 129,3 процента, при этом изменение реальных доходов составило 10 процентов. Реальные доходы на душу населения выросли на 107,2 процента в 2017 году и на 108,1 процента в 2018 году. В целом за последние 5 лет средний совокупный доход населения увеличился на 120,6%, реальные доходы увеличились на 107,7%, а реальные доходы на душу населения увеличились на 105,8%. Это, конечно, позволит населению по мере вклада в фондовый рынок.

В нашей республике доходы населения от имущества включают в себя доходы, полученные через рынок ценных бумаг (рис. 3).



**Рис. 3. Структура доходов от собственности, в процентах<sup>18</sup>**

По итогам 2020 года в структуре имущественных доходов населения доходы от прочего имущества составили 44,8%, дивиденды - 35,2%, проценты по ценным бумагам - 19,6% и доходы от авторских прав - 0,4%, по сравнению с предыдущими годами доля прибыли на фондовом рынке увеличилась. Важную роль играет анализ состава участников рынка ценных бумаг, в частности владельцев ценных бумаг (рис.4). Рынок ценных бумаг в стране в основном организован акционерными обществами «Элсис Савдо» и РФБ «Тошкент». Состав инвесторов в них выглядит следующим образом (рис. 4):



**Рис. 4. Биржевой оборот РФБ «Тошкент» в разрезе инвесторов, в процентах<sup>19</sup>**

<sup>17</sup> Данные официального веб-сайта Государственного комитета Республики Узбекистан по статистике (<https://stat.uz>)

<sup>18</sup> Официальные данные Государственного комитета Республики Узбекистан по статистике (<https://stat.uz/uz/rasmiy-statistika/living-standards-2>)

<sup>19</sup> Официальные данные РФБ «Тошкент»: (<https://www.uzse.uz/system/analytics>)



Очевидно, что доля физических лиц в общем обороте фондового рынка РФБ «Тошкент» в 2017 году составила 32,2 процента, в 2020 году этот показатель снизился на 2,4 процентных пункта.

Оборот облигаций на фондовом рынке также играет важную роль. По данным Международной ассоциации рынков капитала, продажи глобальных облигаций за первые восемь месяцев 2020 года составили около 128,3 трлн. долларов США<sup>20</sup>. Оборот облигаций на фондовом рынке республики представлен в таблице ниже (Таблица 5).

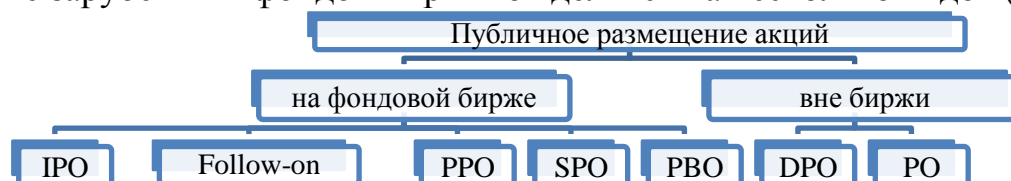
**Таблица 5**

**Информация о торговле облигациями на фондовом рынке<sup>21</sup>**

Эмитент	Облигация					
	Номинальная стоимость	Кол-во	Процентная ставка	Срок размещения	Срок погашения	Объем торгов 2020 г., млрд сум.
АКБ «Ўзсаноатқурилишбанк»	100 000	100 000	СРФ – 1 %	10.08.2012	15.08.2022	
АКБ «Ўзсаноатқурилишбанк»	1 000 000	50 000	СРФ + 2 %	05.12.2019	03.12.2022	49,850
АКБ «Asia Alliance Bank»	1 000 000	50 000	СРФ + 4 %	16.07.2019	15.07.2026	13,418
АКБ «Invest Finance Bank»	1 000 000	100 000	-*			0,001
АКБ «Kapitalbank»	1 000 000	50 000	СРФ + 5 %	24.04.2020	21.05.2027	-
ООО «First developing group»	1 000 000	5 125	8%+ТД/ТР	04.02.2021	03.02.2022	-
АО «Imkon finans mikrocredit tashkiloti»	1 000 000	4 000	23%	30.12.2020	08.01.2024	-
ООО «Chust fir mikrocredit tashkiloti»	1 000 000	2 000	24%	03.04.2021	16.03.2024	-
АО «UzbekLeasingInternational»	10 000 000	800	18 %	24.02.2020	05.03.2021	2,528
АО «UzbekLeasingInternational»	10 000 000	800	19 %	24.02.2020	04.03.2022	1,039
АО «UzbekLeasingInternational»	10 000 000	900	20 %	24.02.2020	03.03.2023	0,504
<b>Всего</b>		<b>313 625</b>				<b>67,343</b>

Примечание: \* аннулировано в связи с несоблюдением условий размещения облигаций на фондовом рынке.  
СРФ - ставка рефинансирования Центрального банка Республики Узбекистан; ТД - темпы девальвации; ТР - темпы ревальвации.

По итогам 2020 года в РФБ «Тошкент» было осуществлено торговых операций с 6 видами облигаций на общую сумму 67,343 млрд. сум, который относительно составили 11,5 процента от общей суммы других финансовых активов. Такое положение можно объяснить тем, что номинальная стоимость облигаций выше покупательной способности населения, а процентная ставка невысока. Акционерные общества в Республике Узбекистан могут организовывать публичное размещение выпущенных ими акций путем публичного размещения по открытой подписке и частное размещение по закрытой подписке на фондовом рынке. Публичное размещение акций в практике зарубежных фондовых рынков делится на несколько видов (рис. 5).



**Рис. 5. Размещение акций на рынке ценных бумаг<sup>22</sup>**

<sup>20</sup> <https://www.icmagroup.org/Regulatory-Policy-and-Market-Practice/Secondary-Markets/bond-market-size/>

<sup>21</sup> Подготовлено автором на основе данных РФБ «Тошкент»: (<https://www.uzse.uz/abouts/bonds>)

Внебиржевое размещение акций – DPO (Direct Public Offering) обычно, заключается в предложении ценных бумаг компании непосредственно инвестору в обход фондового рынка, публичное размещение акций на фондовой бирже при создании нового акционерного общества называется IPO (Initial Public Offering), процесс вторичного размещения – Follow-on, публичное размещение ценных бумаг компании (акций, облигаций, депозиторных векселей) – PPO (Primaries Public Offering), процесс публичного размещения акций крупных акционеров – SPO (Secondary Public Offering), закрытое размещение акций для определенной категории инвесторов – PO (Private placement или Private Offering), процесс согласованного акционерами одновременного публичного размещения акций – PBO (Piggyback Offering).

Учитывая высокую долю государства в акционерных обществах республики, в процессе либерализации и модернизации экономики эффективна продажа государственных акционерных обществ частным инвесторам на фондовом рынке через SPO.

**Таблица 6**

**Финансовые активы с высокой рентабельностью на рынке ценных бумаг Республики Узбекистан<sup>23</sup>**

Наименование акционерного общества	Номинальная цена акции, сум	Рыночная цена акции, сум		Дивиденды, сум	Прибыль от финансового актива		Относительная цена покупки сум
		сум	%				
	01.01.2020	01.01.2020	31.12.2020	2020 й.	31.12.2020		2021 й.
Ўзтемир йул контейнер	1 000	4 000	35 010	3 000	34 010	850	1 000 - 41 781
Кызылкумцемент	1 570	1 604	3 899	460	2 755	171	1 570 – 11 134
Алмалыкский горно-металлургический комбинат	3 914	3 914	3 914	9 626	9 626	246	3 914 – 64 186
ЎЗРТСБ	630	15 000	8 000	2490+8000*	10 490	70	630 – 6 487

Анализы показывают, что в качестве финансового актива с высокой рентабельностью на рынке ценных бумаг к концу 2020 года в качестве примера можно привести акционерные общества «Ўзтемир йул контейнер», «Кызылкумцемент», «Алмалыкский горно-металлургический комбинат», «ЎЗРТСБ» (табл.6).

Одним из наиболее эффективных акционерных обществ страны является АО «Фаргона дон маҳсулотлари», показатели деятельности которого можно сравнить с результатами деятельности АО «Ўзбекнефтегазкудуктамирлаш» (Таблица 7).

<sup>22</sup> Алексеева И.А., Турченко А.А. Понятие и виды IPO//журнал Финансовый менеджмент №4–2009 (<https://dis.ru/library/708/30058/>)

<sup>23</sup> Подготовлено автором на основе данных РФБ “Тошкент”

Таблица 7

**Показатели деятельности АО «Фаргона дон махсулотлари» и  
«Узбекнефтегазкудуктамирлаш»<sup>24</sup>**

Показатели	2018 г.		2019 г.		2020 г.	
	ФДМ	УНГКТ	ФДМ	УНГКТ	ФДМ	УНГКТ
ROE	0,34	10,6	20,94	7,4	33,40	1,11
EPS	2,4	-39,23	6,2	11,08	9,9	25,23
Коэффициент P/E	123	-68,82	48	243,68	30	107,01
Выплата дивидендов по обыкновенным акциям, в сумах	245,70	-	762	-	1 888,5	-
Выплата дивидендов по обыкновенным акциям, в процентах	81,90	-	254	-	629,48	-
Выплата дивидендов по привилегированным акциям, в сумах	60	675	60	270	75	270
Выплата дивидендов по привилегированным акциям, в процентах	20	25	20	10	25	10

Исходя из приведенной выше таблицы, мы видим, что АО «Фаргона дон махсулотлари» по итогам 2019 года произвело выплату дивидендов в размере 762 сум на акцию, что составляет 254 процента по сравнению с номинальной стоимостью акции. Кроме того, по дивидендным выплатам в АО «Узбекнефтегазкудуктамирлаш» осуществлялись выплаты только по привилегированным акциям. Одной из основных причин этого является низкая рентабельность деятельности общества, в частности, по бизнес-плану на 2020 год чистая прибыль составила 32 млн. 802 тыс. сумов вместо 445 млн. сумов.

Изучение основных показателей эффективности АО «Узбекнефтегаз» за 2017-2019 годы показывает, что «если значение интегрального коэффициента эффективности по итогам 2017 года составило 51,0 процента, то в 2019 году этот показатель составил 123,0 процента. Кроме того, по итогам 2019 года значения основным показателям эффективности составили 143,8%, дополнительные показатели к основным показателям эффективности – 102,2%»<sup>25</sup>.

Таблица 8

**Состав уставного капитала АО «Узбекнефтегаз»<sup>26</sup>**

Показатели			Количество
Акции	Обыкновенные	шт.	43 048 493 329
	Привилегированные	шт.	24 312 673
Акционеры	Юридические лица	ед.	33
	Физические лица	ед.	57 480
	Иностранные инвесторы	ед.	172
Номинальная стоимость акции		сум	500

В целях привлечения дополнительного финансирования для АО «Узбекнефтегаз» компания выпустила 32 346 704 642 обыкновенных акций с государственным регистрационным номером P0178-11 от 06.042020 г. общей стоимостью 32 370 701 204,00 сум номиналом 500 сум и 23 996 562

<sup>24</sup> Разработано автором на основе официальных данных АО «Фаргона дон махсулотлари» и «Узбекнефтегазкудуктамирлаш»

<sup>25</sup> Официальные данные АО «Узбекнефтегаз»

<sup>26</sup> Разработано автором на основе официальных данных АО «Узбекнефтегаз» (<http://ung.uz/shareholders/share-capital>)

привилегированных акции общей стоимостью 32 370 701 204,00 сум номиналом 500 сум с государственным регистрационным номером P0178-11.

Рост доходов населения, в свою очередь, усиливает их стремление к сбережениям. Кроме того, если некоторые люди вкладывают свои средства в банки в качестве сберегательных депозитов, некоторые инвестировали в другие финансовые активы. Наблюдая динамику изменения среднемесячной заработной платы, рассчитанной в Республике Узбекистан, к 2019 году этот показатель составил 2 324 614,66 сум и изменился на 128 процентов по сравнению с предыдущим годом (Таблица 9).

**Таблица 9**

**Среднемесячная заработная плата и объем оборота ценных бумаг в Республике Узбекистан<sup>27</sup>**

Годы	Среднемесячная заработная плата, сум *	Изменение среднемесячной заработной платы (по сравнению с предыдущим годом), %	Оборот ЦБ, млрд. сум (РФБ «Тошкент»)	Изменение оборота ЦБ (по сравнению с предыдущим годом), % (РФБ «Тошкент»)
2011	628 020,00	124%	213,1	335%
2012	739 670,88	118%	170,7	80%
2013	865 950,92	117%	93,2	55%
2014	1 007 928,85	116%	97,6	105%
2015	1 171 669,26	116%	161,0	165%
2016	1 293 764,27	110%	299,8	186%
2017	1 457 777,99	113%	298,6	99,599%
2018	1 822 687,38	125%	687,3	230%
2019	2 324 614,66	128%	438,82	64%

\* кроме субъектов малого бизнеса и сельского хозяйства, пересмотрено

По мере изучения с помощью эконометрических моделей привлечения средств на рынке ценных бумаг в Узбекистане мы рассматриваем взаимосвязь изменения «Среднемесячной заработной платы» в стране с изменением «Оборота ценных бумаг» через регрессионно-корреляционные связи. Для расчета параметров регрессии составляем таблицу значений (таблица 10).

**Таблица 10**

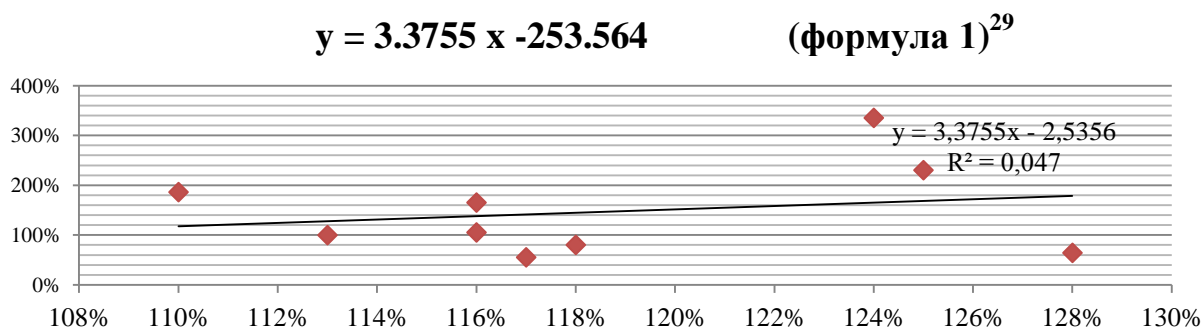
**Таблица значений для расчета параметров регрессии<sup>28</sup>**

x	y	x <sup>2</sup>	y <sup>2</sup>	x*y
124	335	15376	112225	41540
118	80	13924	6400	9440
117	55	13689	3025	6435
116	105	13456	11025	12180
116	165	13456	27225	19140
110	186	12100	34596	20460
113	99.6	12769	9919.9608	11254.687
125	230	15625	52900	28750
128	64	16384	4096	8192

Уравнение регрессии (уравнение эмпирической регрессии) имеет следующий вид:

<sup>27</sup> Официальные данные РФБ «Тошкент»: (<https://www.uzse.uz/system/analytics>)

<sup>28</sup> Разработано автором на основе данных



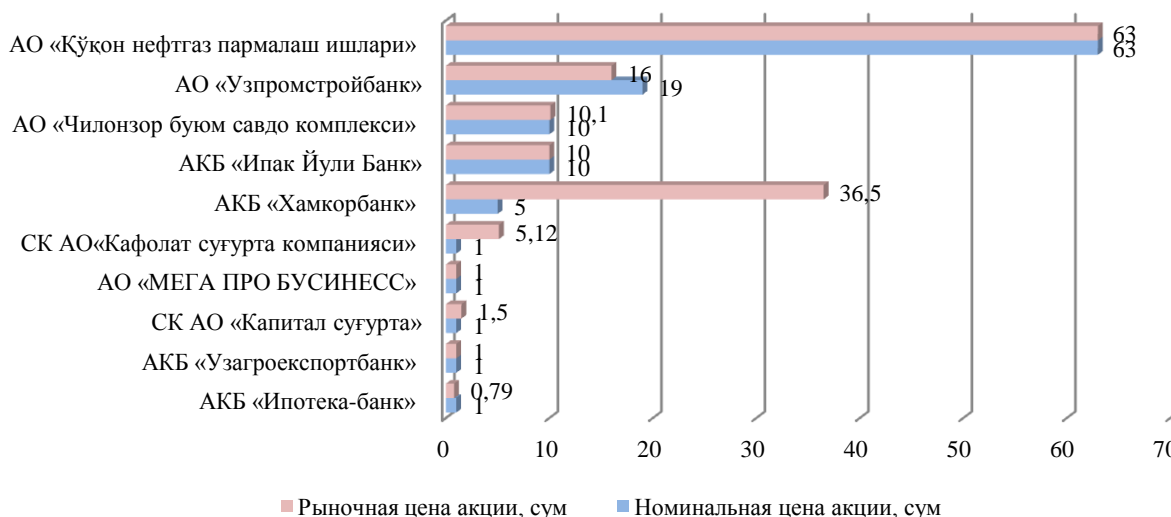
**Рис. 6. Взаимосвязь изменения среднемесячной заработной платы с изменением оборота ценных бумаг<sup>30</sup>**

Связь между факторами Y и X является слабой и правильной. Обычно коэффициент детерминации для интерпретации указывается в процентах:

$$R^2 = 0.217^2 = 0.047 \quad (\text{формула 2})^{31}$$

В результате выявлено что изменение среднемесячной заработной платы, рассчитанной в нашей республике, влияет на оборот ценных бумаг на 4,7 процента. Другими словами, уравнение регрессии находится в слабом положении. 95,3 процента факторов, влияющих на оборот ценных бумаг, находятся вне этой модели, и изменение доходов населения не влияет на оборот рынка ценных бумаг.

Можно увидеть, что динамика изменения доходов физических лиц не влияет на привлечение свободных средств населения на рынок ценных бумаг, хотя финансовые активы номинальной и рыночной стоимостью до 63 сум на РФБ «Ташкент» и «Элсис Савдо» (рисунок 7).



**Рис.7. Номинальная и рыночная цена самых дешевых акций на рынке ценных бумаг Узбекистана (по состоянию на 01.01.2021 г.), сум<sup>32</sup>**

В третьей главе диссертации «Направления развития рынка ценных бумаг в Узбекистане за счет привлечения свободных денежных средств населения» проведены научные и практические исследования. В этой главе

<sup>29</sup> Афанасьев, В. Н., & Юзбашев, М. М. (2001). Анализ временных рядов и прогнозирование. М.: Финансы и статистика, 228(2).

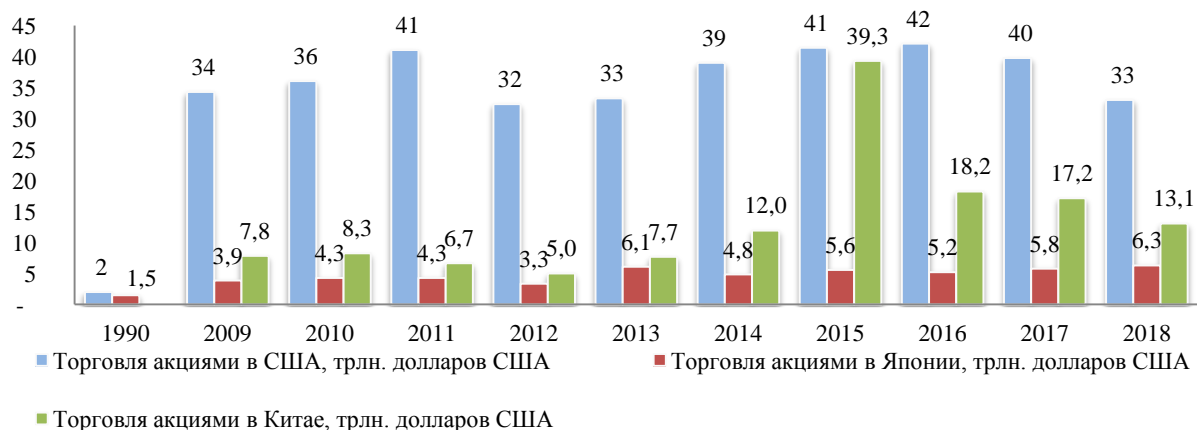
<sup>30</sup> Разработано автором на основе данных

<sup>31</sup> Афанасьев, В. Н., & Юзбашев, М. М. (2001). Анализ временных рядов и прогнозирование. М.: Финансы и статистика, 228(2).

<sup>32</sup> Официальные данные РФБ «Тошкент»: (<https://www.uzse.uz/system/analytics>)

рассматривается опыт привлечения свободных средств населения в развитие рынка ценных бумаг в развитых странах, существующие проблемы привлечения свободных средств населения на рынок ценных бумаг и пути их преодоления.

Согласно научным исследованиям в этой области, «В таких странах, как США, Япония, Великобритания, накопленный объем финансовых активов по отношению к доходу семьи составляет большую величину, чем в Канаде, Германии, Франции, Италии. Ведущая роль США и Японии связана, прежде всего, с эффективным функционированием существующего в этих странах механизма мобилизации инвестиционных ресурсов (в том числе и сбережений домохозяйств), их производительным использованием»<sup>33</sup>. Все это способствовало экономическому росту и, как следствие, увеличению доходов населения. По уровню активности населения на рынке ценных бумаг США занимают особое место среди стран с развитой экономикой. Каждый второй гражданин имеет ценные бумаги в банках. На рынке ценных бумаг США наиболее часто приобретаемыми населением активами являются акции компаний. Анализируя торговлю акциями на фондовой бирже США в годовом разрезе, мы видим, что этот рынок отличается высокой степенью волатильности (рис.8).



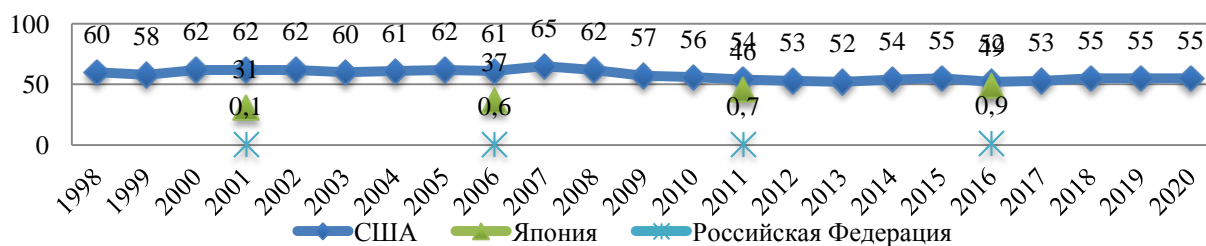
**Рис.8. Торговля акциями в США, Китае и Японии, трлн. долларов США<sup>34</sup>,**

Как видно из приведенных данных, торговля акциями на рынке ценных бумаг США в 1990 году составил 2,03 трлн. долларов США, а за 29 лет увеличилась до 33 трлн. долларов США, или в 16 раз. Максимальный уровень этого показателя - 47,24 трлн. долларов США был достигнут в 2008 году. Основными причинами этого стали активизация акционеров на рынке в связи с финансово-экономическим кризисом (инвесторы выставляли свои акции на продажу в больших количествах).

В развитии рынка ценных бумаг влияние индивидуальных инвесторов, то есть населения страны и других физических лиц велик.

<sup>33</sup> Димова Елена Анатольевна. Банки в сфере доверительного управления ценными бумагами населения : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : М., 2005 181 с. РГБ ОД, 61:05-8/4290

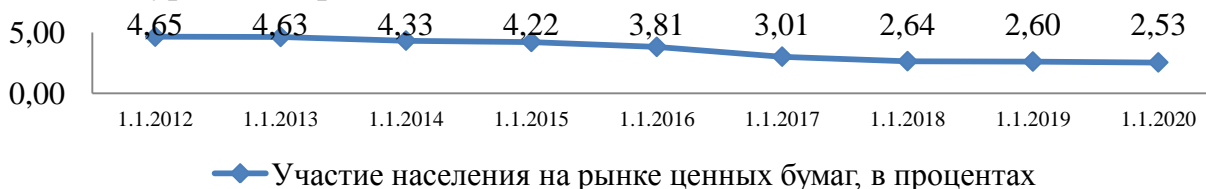
<sup>34</sup> Разработано автором на основе источников: The Global Economy ([https://www.theglobaleconomy.com/rankings/value\\_traded/](https://www.theglobaleconomy.com/rankings/value_traded/)).



**Рис.9. Участие частных инвесторов (населения) на рынке ценных бумаг за 1998-2020 годы, в процентах<sup>35</sup>**

Согласно проведенному среди граждан США опросу, 55 процентов населения (около 181 млн человек) направляют свои доходы на покупку финансовых активов на рынке ценных бумаг. По показанию практики привлечения свободных денежных средств населения при развитии рынка ценных бумаг в развитых странах было установлено, что развитие фондового рынка неразрывно связано, прежде всего, со стабильной работой компаний и финансовых структур в национальной экономике, а также с доступностью и качеством мобильных приложений, созданных для обеспечения участия населения на рынке ценных бумаг. Анализы показывают, что вышеупомянутые развитые страны, такие как США, Япония и Китай, уделяют всестороннее внимание этим факторам и имеют эффективный механизм функционирования.

Доля населения на рынке ценных бумаг в Республике Узбекистан очень мала, и этот показатель снижается из года в год. Одной из причин этого является ситуация, возникшая в результате погашения 12-процентных облигаций в 1992 и 2014 годах, когда стоимость погашения облигаций была реализована по низким ценам из-за изменения курса национальной валюты и высокого уровня инфляции.



**Рис.10. Участие населения на рынке ценных бумаг в Узбекистане, в процентах<sup>36</sup>**

Процесс выплаты дивидендов также влияет на торговлю акциями эмитента на фондовом рынке. В частности, в республике есть случаи задержки по выплате дивидендов. Можно отметить, что при выплате дивидендов эмитентом уплачиваются комиссионные расходы в размере 1 % при направлении платежного требования в обслуживающий его банк и 1 % при перечислении средств на расчетный счет в банке акционера. На основе анализа предложен механизм осуществления дивидендных выплат на основе сокращения ежедневных затрат на выплату дивидендов в 2 раза и организационных расходов на 15 процентов путем введения концепции временной стоимости денег (табл.11).

<sup>35</sup> Разработано автором на основе источников (<https://news.gallup.com/poll/309233/stock-investments-lose-luster-covid-sell-off.aspx>, Финансовые показатели стран.: <http://www.utmagazine.ru/posts> )

<sup>36</sup> Разработано автором на основе данных Центрального депозитария

Таблица 11

### Механизм осуществления дивидендных выплат в акционерных обществах Республики Узбекистан<sup>37</sup>

Текущее состояние		Предлагаемый процесс	
Название процесса	срок	Название процесса	срок
1. Начисляются суммы дивидендов на основании решения акционерного общества о выплате дивидендов	1 день	1. Начисляются суммы дивидендов на основании решения акционерного общества о выплате дивидендов	1 день
2. Принимаются заявки от акционеров	1 день	2. Переводятся суммы дивидендов на счета депо инвестиционных посредников акционеров через банковские счета акционерного общества	1 день
3. Направляются суммы дивидендов через банковские счета акционерного общества на транзитные счета акционеров	1 день		
4. Дивиденды перечисляются с транзитных счетов акционеров на их пластиковые карты	1 день		

Также необходимо учитывать, что еще одним фактором направления свободных денежных средств населения на рынок ценных бумаг является распределение домохозяйств по уровню доходов.

Таблица 12

### Распределение домохозяйств в Узбекистане по уровню доходов, в процентах<sup>38</sup>

Показатели	2019	2020
1-2 млн сум	8 %	21%
2-4 млн сум	39%	35%
4-6 млн сум	31%	22%
6 млн сум	22%	22%

Из таблицы 12 видно что доходы основной части населения составляют от 2 млн сум до 4 млн сум (2019 год), что свидетельствует об отсутствии дополнительных средств на сбережения у физических лиц. В частности, согласно исследованию, население республики тратит в среднем от 500 до 700 тыс. сум в месяц на продукты питания, от 200 до 300 тыс. сум на коммунальные услуги и от 300 до 400 тыс. сум на различные услуги. Это, в свою очередь, приводит к уменьшению средств, выделяемых на сбережения. В частности, по результатам опроса, проведенного в процессе проведения наших научных исследований, было установлено, что у 51,8% населения нет сбережений после ежемесячных расходов, а у 34,1% есть свободные средства до 1 млн. сум (рис.11).

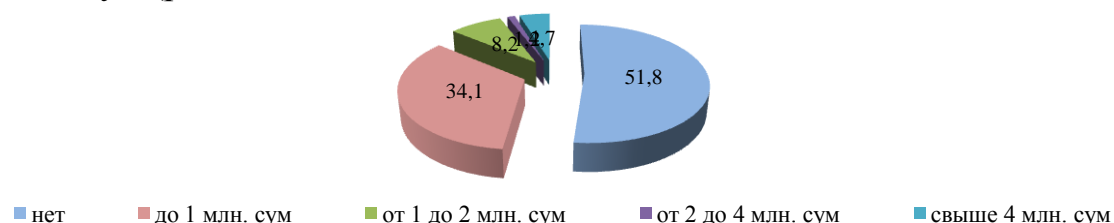


Рис.11. Сбережения населения Узбекистана после ежемесячных расходов<sup>39</sup>

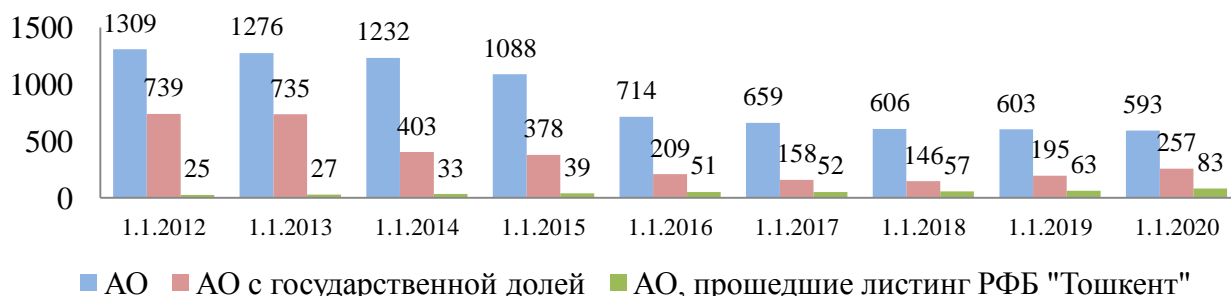
<sup>37</sup> Разработано автором на основе данных Центрального депозитария

<sup>38</sup> [https://cbu.uz/upload/iblock/926/Turmush\\_darazhasi\\_va\\_inflyatsiya.pdf](https://cbu.uz/upload/iblock/926/Turmush_darazhasi_va_inflyatsiya.pdf)

<sup>39</sup> Результаты проведенного второго онлайн-опроса (<https://forms.gle/j1dAPF6C3Szu833x9>)



Уровень финансовой грамотности населения играет высокую роль в развитии национальной экономики, внедрении в нее необходимых инвестиций и эффективном использовании свободных денежных средств. Еще одним важным фактором эффективной организации рынка ценных бумаг и повышения его привлекательности является удельный вес его участников - акционерных обществ.



**Рис.12. Количество действующих в республике акционерных обществ, единиц<sup>40</sup>**

В рисунке 12 можно отметить, что на 1 января 2012 года насчитывалось в общей сложности 1309 акционерных обществ, а к 2020 году их количество снизилось до 593 или 55%. Учитывая проведенный анализ, необходимо увеличить количество эмитентов на фондовом рынке, эффективно организовать приватизацию акционерных обществ с государственной долей участия через рынок ценных бумаг.

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В результате исследований по развитие рынка ценных бумаг за счет привлечения свободных денежных средств населения были сформированы следующие основные выводы:

1. Модели привлечения свободных средств населения на рынок ценных бумаг: рынок ценных бумаг под контролем банков; рынок ценных бумаг, контролируемый Министерством финансов; рынок ценных бумаг, контролируемый специальными государственными органами; фондовый рынок со смешанным контролем отличается по своему характеру и функциям. Их целесообразно реализовывать в рамках развития национальной экономики и интеграции ее структур.

2. Для целей финансирования проектов и удовлетворения инвестиционного спроса эффективность выпуска акционерным обществом акций с фиксированной доходностью и их открытого размещения на фондовом рынке предпочтительнее других источников финансирования. В акционерных обществах возможность привлечения финансовых ресурсов для реализации новых проектов, разместив на фондовом рынке привилегированные акции в пределах 15-20% от их уставного капитала.

3. Акционерное общество может привлекать финансовые ресурсы и направлять их на новые проекты, выпуская краткосрочные и долгосрочные корпоративные облигации и открыто размещая их среди населения на рынке ценных бумаг. Благодаря этому акционерное общество удовлетворяет спрос

<sup>40</sup> Разработано автором на основе данных ГП "Центральный депозитарий ценных бумаг"

на финансовые ресурсы, возникающий при реализации новых проектов путем эмиссии краткосрочных и долгосрочных корпоративных облигаций, и открытого размещения среди населения. В результате размещения корпоративных облигаций акционерное общество получит дешевые финансовые ресурсы по процентным ставкам ниже среднего кредитных процентов в коммерческих банках страны, а население будет иметь ценные бумаги с доходами выше банковских депозитов

4. Путем направления инвестиций в финансовые активы с высокой доходностью на рынке ценных бумаг акционерное общество диверсифицирует свой бизнес и сможет расширить поток доходов.

5. Обеспечение участия всех акционеров в системе управления акционерными обществами через создание специальной программы для акционеров на основе мобильных технологий, регулярное предоставление информации о текущем состоянии компании, которой он владеет, повышает доверие к фондовому рынку.

6. Для увеличения институционального содержания ценных бумаг акционерных обществ необходимо обеспечить последовательность и ясность в дивидендной политике. В будущем для компании важно повышать рыночные цены и производить выплату дивидендов акционерам в краткосрочной перспективе, то есть вносить изменения в политику выплаты дивидендов, принимать меры по ежеквартальной выплате.

7. В целях широкого привлечения инвестиций в основной вид деятельности была продемонстрирована эффективность продажи через рынок ценных бумаг доли АО «Узбекнефтегаз» в акционерных обществах, не относящихся к данной сфере. Доля АО «Узбекнефтегаз» в акционерных обществах, не относящихся к данной сфере размещается на фондовом рынке через процесс SPO, а через продажу населению свободные средства инвесторов привлекаются на рынок ценных бумаг.

8. В результате диверсификации финансовых ресурсов путем эмиссии международных облигаций и открытого размещения на рынке ценных бумаг с целью финансирования долгосрочных инвестиционных проектов акционерные общества получают возможность привлекать средства и удовлетворять свой спрос на иностранную валюту через еврооблигации, которые в настоящее время широко используются в международной практике.

9. Учитывая высокий уровень мобильного использования населения, необходимо создание и внедрение специальных приложений рынка ценных бумаг для местных и иностранных инвесторов на основе финансовых технологий инвестиционных посредников по привлечению свободных финансовых ресурсов на фондовый рынок.

10. В целях широкого привлечения свободных денежных средств населения на рынок ценных бумаг необходимо увеличить количество финансовых инструментов и уровень их ликвидности. В частности, реализация населению государственных ценных бумаг, налаживание торговли опционами на акции, инфраструктурными и ипотечными облигациями еще больше повысят привлекательность рынка ценных бумаг.

**THE SCIENTIFIC COUNCIL DSc.30/03.12.2019.I.17.01  
AWARDING SCIENTIFIC DEGREES AT THE  
TASHKENT INSTITUTE OF FINANCE**

---

**TASHKENT INSTITUTE OF FINANCE**

**KARIMOV AKRAMJON IKROMJON UGLI**

**DEVELOPMENT OF THE SECURITIES MARKET BY ATTRACTING  
FREE FUNDS FROM THE POPULATION**

**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 the doctoral dissertation (Doctor of Philosophy) was registered under number 1.4.PhD/Iqt1216 the Supreme Attestation Commission in the Cabinet of Ministers of the Republic of Uzbekistan.**

The doctoral (PhD) dissertation has been prepared at Tashkent Institute of Finance  
The abstract of the dissertation is posted in three languages (Uzbek, Russian and English (Resume)) on the website (<http://www.tfi.uz>) and on the website «ZiyoNET» information and educational portal ([www.ziyo.net](http://www.ziyo.net)).

**Scientific consultant:** **Elmirzaev Samariddin Eshkuvatovich**  
Doctor of Economic sciences, Professor

**Official opponents:** **Karlibaeva Raya Khodjabaevna**  
Doctor of Economic sciences, Professor  
**Khoshimov Elmurod Abdusattorovich**  
Candidate of Economic sciences, Associate Professor

**Leading organization:** **Samarkand Institute of Economics and Service**

The defense of the dissertation will take place on «23» 07 2021 at 14:00 at the meeting of the Scientific Council DSc.30/03.12.2019.I.17.01 at the Tashkent Institute of Finance. Address: 100000, Tashkent city, Amir Temur street, 60A-block, Tel.: (99871) 234-53-34. fax: (99871) 234-46-26 e-mail: [ilmiykengash@tfi.uz](mailto:ilmiykengash@tfi.uz).

The doctoral dissertation (PhD) can be reviewed at the Information-resource center of the Tashkent Institute of Finance (registered under number 792. Address: 100000, Tashkent city, Amir Temur street, 60 A-block. Tel.: (99871) 234-53-34, fax: (99871) 234-46-26; e-mail: [admin@tfi.uz](mailto:admin@tfi.uz).

The abstract of dissertation sent out on «24» 06 2021.  
(Mailing record № 23 on «24» 06 2021).



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

*[Signature]*  
**N.N.Kalandrova**  
Scientific secretary of the Scientific Council for awarding scientific degrees, Doctor of Philosophy in Economics (PhD), Associate Professor

*[Signature]*  
**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 development of proposals and recommendations for the development of the securities market by attracting free funds from the population.

**Research objectives are as following:**

to reveal the theoretical and methodological evolution of attracting free funds to the securities market;

development of scientific and practical proposals on models and comparative analysis of attraction of free funds of the population to the securities market;

development of scientific and practical proposals through the analysis of the securities market in Uzbekistan and its stages of development, the practice of attracting free funds of the population to the securities market;

implementation of the process of primary (IPO), secondary public offering (SPO) of shares and its analysis in attracting free funds through the securities market;

evaluation of financial attraction to the securities market in Uzbekistan through econometric models;

analysis of the experience of the population in attracting free funds in the development of the securities market in developed countries;

identification of existing problems in attracting free funds of the population to the securities market and ways to overcome them, development of proposals and recommendations on attracting free funds of the population to the securities market.

**The object of the research** is the securities market of Uzbekistan.

**The scientific novelty of the research is as follows:**

the issue of corporate bonds with a fixed interest rate was proposed for long-term projects, taking into account the purchasing power of the population and an open placement on the securities market;

by including the concept of the cost of money in time, a 15% reduction in organizational costs and a 2-fold reduction in the time spent per day on the payment of dividends are justified;

taking annual inflationary expectations into account when directing investments to the stock market, a relative limit was determined for the monthly purchase and sale of financial assets through a price forecast on the securities market;

the placement of the issuer's share in non-core joint-stock companies through the stock market in the form of an open subscription through an SPO (secondary public offering) and attracting free financial resources of the population to the securities market was substantiated.

**Implementation of the research results.** Based on the scientific results obtained on the development of the securities market by attracting free funds from the population:

the proposal for the issue of corporate bonds with a fixed interest rate for long-term projects, taking into account the purchasing power of the population and an open placement on the securities market, is included in the business strategy of JSC «Uzbekneftegaz» for 2021 in accordance with the new charter of JSC «Uzbekneftegaz», approved on the basis of the Resolution President of the Republic of Uzbekistan PP-4388 dated July 9, 2019 (certificate of JSC «Uzbekneftegaz» No. 03 / 21-1-9 dated January 8, 2021). As a result, this practice made it possible to diversify the financing of investment projects implemented by the company in the future;

a proposal for a 15% reduction in organizational costs and a 2-fold reduction in the time spent per day on the payment of dividends by including the concept of the cost of money in time is included in the business strategy of JSC «Uzbekneftgaskuduktamirlash» (reference of JSC «Uzbekneftgaskuduktamirlash» No.NP-31/02 156/1 dated March 4, 2021). As a result, the practice of paying dividends was introduced through this practice based on financial technologies, while the time spent on paying dividends halved, and organizational costs reduced by 15%;

a proposal to establish a relative limit for the monthly purchase and sale of financial assets through a price forecast on the securities market, taking into account annual inflationary expectations when investing in the stock market, has been introduced into the practice of investing in the securities of profitable companies such as JSC «Khamkorbank», «Qizilqumsement», «Quartz», «Uzpromstroybank», «Bukhoro Markaziy dekhkon bozori» in the framework of the business strategy of JSC «Fargonadonmahsulotlari» and JSC «Uzbekneftgaskuduktamirlash» (certificate of JSC «Fargonadonmahsulotlari» 20 January 20 and the certificate of JSC «Uzbekneftgaskuduktamirlash» No. NP-31 / 02-156 / 1 dated March 4, 2021). As a result, the joint-stock company was able to receive additional income due to the possibility of investing in financial assets with high profitability through the stock market;

the proposal to place the issuer's share in non-core joint-stock companies through the stock market in the form of an open subscription by holding an SPO (secondary public offer) and attracting free financial resources of the population to the securities market was used when transferring to the State Assets Management Agency the share of JSC «Uzbekneftegaz» and its composition of organizations in the authorized capital of service and other organizations in accordance with Appendix No. 5 of the Decree of the President of the Republic of Uzbekistan PP-4388 dated July 9, 2019 (certificate of JSC «Uzbekneftegaz» No. 03 / 21-1-9 dated January 8, 2021) and sale on the stock exchange market. As a result, the joint-stock company acquired additional financial resources through the sale of non-core assets.

**Approbation of the research results.** The results of this study were discussed at 9 republican and 4 international scientific and practical conferences.

**Publication of the research results.** A total of 20 scientific works have been published on the topic of the dissertation, including 7 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 scientific results of doctoral dissertations, including 1 article in foreign journals.

**Structure and size of dissertation.** The dissertation consists of introduction, three chapters, conclusion, list of references and appendices. The size of the dissertation is 145 pages.

**ЭЪЛОН ҚИЛИНГАН ИШЛАР РЎЙХАТИ**  
**СПИСОК ОПУБЛИКОВАННЫХ РАБОТ**  
**LIST OF PUBLISHED WORKS**

**I бўлим (I часть, part I)**

1. Каримов А.И. Развитие рынка ценных бумаг за счет привлечения свободных денежных средств населения. // Journal of Economy and entrepreneurship. – Russian. – 2020. Volume 11(124) (08.00.00; №29).

2. Karimov A.I. The experience of involving the population's free money in the development of the securities market. // International Finance and Accounting, Volume 2020 Issue 6, ISSN: 2181-1016 (08.00.00; №19).

3. Karimov A.I. Traditions and prospect of development of the securities market activity. // International Finance and Accounting: Vol. 2019: Iss.4, Article 1. (08.00.00; №19).

4. Karimov A.I. The process of secondary public offering of stocks in the stock market and its analysis (on the example of «Kvarts» jsc). // International Finance and Accounting: Vol. 2019: Iss. 6, Article 17. (08.00.00; №19).

5. Каримов А.И. Ўзбекистон қимматли қоғозлар бозорида акцияларнинг оммавий таклифи ва унинг иқтисодий аҳамияти. // Бизнес-Эксперт. 2020. – №1 (145). – Б. 86-90. (08.00.00; №3).

6. Каримов А.И. Қимматли қоғозлар бозорига бўш пул маблағларини жалб қилиш имкониятлари. // Молия. 2020. – №1. – Б.130-139.(08.00.00; №12).

7. Karimov A.I. Securities market in foreign countries under the conditions of digital economy. // Organization and management of the economy and production in the conditions of the digital economy: Theory and practice. Materials of the international scientific-practical videoconf. – Т.: TFI., 2021. – Б. 827-830.

8. Каримов А.И. Развитие рынка ценных бумаг за счет привлечения свободных денежных средств инвесторов. // «Тенденции и перспективы инновационного развития в условиях цифровой экономики». Материалы междунар. науч.-практ. видеоконф. (Екатеринбург-Ташкент, 2021 г.) «Iqtisod-Moliya», 2021. – С. 94-96.

9. Каримов А.И. Қимматли қоғозлар бозорига бўш пул маблағларни жалб қилишнинг аҳамияти. «Янги иқтисодиёт ривожланиши истиқболлари: глобал, минтақавий ва миллий хусусиятлар» республика илмий-амалий конференция материаллари тўплами. – ТДШИ, 2020. – Б. 152-154.

10. Каримов А.И. Ўзбекистонда қимматли қоғозлар бозорини ривожлантириш масалалари. // «Ўзбекистонда суғурта фаолиятини ривожлантириш ва рақамлаштириш масалалари» илмий-амалий конференция материаллари тўплами. – ТМИ, 2020 йил. – Б. 128-129.



## II бўлим (II часть, part II)

11. Элмирзаев С.Э., Каримов А.И. Рынок ценных бумаг Узбекистана: проблемы формирования и развития. // «Тенденции и перспективы инновационного развития в условиях цифровой экономики». материалы междунар. науч.-практ. видеоконф. (Екатеринбург-Ташкент, 2021 г.). «Iqtisod-Moliya», 2021. – С. 290-292.

12. Каримов А.И. Фонд бозорида рақобатбардош компания акцияларининг савдо жараёни («Кварц» АЖ мисолида). // «Иқтисодиётни асосий тармоқларини модернизациялаш орқали рақобатбардошликни оширишнинг фундаментал асослари» мавзусидаги олий ўқув юртлариаро илмий-амалий конференция материаллари тўплами. – Т.: «Iqtisod-Moliya», 2019. – Б. 155-157.

13. Каримов А.И., Зойиров Л.С., Инвестицион фондларни қимматли қоғозлар бозорига кенг жалб этиш масалалари. // Бизнес-Эксперт журнали, №4 (145), 2020. – Б. 26-30 (08.00.00 №3).

14. Каримов А.И. Саноат корхоналарида бошқарув самарадорлигини таъминлаш. // Корпоратив бошқарувнинг замонавий стандартларини жорий этишда акциядорларнинг ролини кучайтириш йўллари. Халқаро илмий-амалий конференция материаллари тўплами. – ТМИ, 2018. – Б. 160-162.

15. Каримов А.И. Қимматли қоғозлар бозорига бўш пул маблағларни жалб қилишнинг назарий-услубий эволюцияси. // «Иқтисодиётни асосий тармоқларини модернизациялаш орқали рақобатбардошликни оширишнинг фундаментал асослари» мавзусидаги олий ўқув юртлараро илмий-амалий конференция материаллари тўплами. – Т.: «Iqtisod-Moliya», 2020. – Б. 430-432.

16. Каримов А.И., Умарова С.А., Ўзбекистон Республикасида қимматли қоғозлар бозори орқали давлат молиясини ривожлантириш масалалари. // «Фермер хўжаликлари билан минерал ўғит таъминоти корхоналари ўртасидаги иқтисодий муносабатларнинг ташкилий-иқтисодий ва молиявий механизмини такомиллаштириш» илмий-амалий конференция материаллари тўплами. – ТМИ, 2018. – Б. 563-564.

17. Каримов А.И. Ўзбекистонда қимматли қоғозлар бозорига молиявий маблағлар жалб қилишни эконометрик моделлар орқали баҳолаш. // «Иқтисодиётни пандемия шароитида кичик саноат зоналарида инновацион ахборот тизимини такомиллаштириш» мавзусидаги олий ўқув юртлараро илмий-амалий конференция материаллари тўплами. – Т.: «Iqtisod-Moliya», 2020. – Б. 230-232.

18. Каримов А.И. Иқтисодиёт тармоқларининг ривожланишида қимматли қоғозлар бозорининг аҳамияти. // «Иқтисодиёт тармоқлари ва соҳаларига инновацияларни жорий этиш механизмларини такомиллаштириш» мавзусидаги республика илмий-амалий конференцияси материаллари тўплами, ЎР Банк-молия академияси, 2020. – Б. 298-299.

19. Каримов А.И. Рақамли иқтисодиёт шароитида ривожланган мамлакатларда қимматли қоғозлар бозори элементлари. // «Инновацион

иқтисодиёт шароитида молия тизимини ривожлантиришнинг замонавий тенденциялари ва истикболлари» мавзусидаги республика илмий-амалий конференцияси материаллари тўплами. – ТМИ, 2020. – Б. 335-337.

20. Каримов А.И., Ботирова Ў. Корхона акцияларини қимматли қоғозлар бозори орқали сотувга чиқариш ва уни молиялаштиришнинг хусусиятлари. // «Фермер хўжаликлари билан минерал ўғит таъминоти корхоналари ўртасидаги иқтисодий муносабатларнинг ташкилий-иқтисодий ва молиявий механизмини такомиллаштириш» илмий-амалий конференция материаллари тўплами. – ТМИ, 2018. – Б. 507-509.

Автореферат “Молия” журналида таҳрирдан ўтказилди  
(21.06.2021)

Босишга рухсат этилди: 24.06.2021 йил.  
Бичими 60x84. «Times New Roman»  
Гарнитурда рақамли босма усулида босилди.  
Шартли босма табоғи 3,0 Адади: 100. Буюртма № 8

«HUMOYUNBEK-ISTIQLOL MO‘JIZASI» МЧЖ  
босмахонасида чоп этилди.  
100000, Тошкент, Амир Темур кўчаси, 60А.

