

ТОШКЕНТ МОЛИЯ ИНСТИТУТИ
ҲУЗУРИДАГИ ИЛМИЙ ДАРАЖА БЕРУВЧИ
***DSc.03/30.12.2019.I.17.01* РАҚАМЛИ ИЛМИЙ КЕНГАШ**
НАМАНГАН ДАВЛАТ УНИВЕРСИТЕТИ

АЗИЗОВ АЗИЗБЕК САБИТХАНОВИЧ

**ТЎҒРИДАН-ТЎҒРИ ХОРИЖИЙ ИНВЕСТИЦИЯЛАРНИ ЖАЛБ
ҚИЛИШДА МОЛИЯВИЙ-ИҚТИСОДИЙ ВА МАМЛАКАТ
ХАТАРЛАРИНИ КАМАЙТИРИШ**

***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**

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

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

Азизов Азизбек Сабитханович

Тўғридан-тўғри хорижий инвестицияларни жалб қилишда молиявий-
иқтисодий ва мамлакат хатарларини камайтириш.....3

Азизов Азизбек Сабитханович

Снижение финансово-экономического и странового рисков в привлечении
прямых иностранных инвестиций.....25

Azizov Azizbek Sabitkhanovich

Reducing financial, economic and country risks in attracting foreign direct
investments.....47

Эълон қилинган ишлар рўйхати

Список опубликованных работ

List of published works.....52

ТОШКЕНТ МОЛИЯ ИНСТИТУТИ
ҲУЗУРИДАГИ ИЛМИЙ ДАРАЖА БЕРУВЧИ
***DSc.03/30.12.2019.I.17.01* РАҚАМЛИ ИЛМИЙ КЕНГАШ**
НАМАНГАН ДАВЛАТ УНИВЕРСИТЕТИ

АЗИЗОВ АЗИЗБЕК САБИТХАНОВИЧ

ТЎҒРИДАН-ТЎҒРИ ХОРИЖИЙ ИНВЕСТИЦИЯЛАРНИ ЖАЛБ
ҚИЛИШДА МОЛИЯВИЙ-ИҚТИСОДИЙ ВА МАМЛАКАТ
ХАТАРЛАРИНИ КАМАЙТИРИШ

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/Iqt576 рақам билан рўйхатга олинган.

Диссертация Наманган давлат университетиди бажарилган.
Диссертация автореферати уч тилда (ўзбек, рус, инглиз (резюме)) Илмий кенгаш веб-саҳифасида (www.tfi.uz) ва «Ziynet» Ахборот-таълим порталида (www.ziynet.uz) жойлаштирилган.

Илмий раҳбар: Хайдаров Низамиддин Хамраевич
Иқтисодиёт фанлари доктори, профессор

Расмий оппонентлар: Маликов Тохир Сатторович
Иқтисодиёт фанлари доктори, профессор

Хамидулин Михаил Борисович
Иқтисодиёт фанлари доктори, профессор

Етакчи ташкилот: Тошкент давлат иқтисодиёт университети

Диссертация ҳимояси Тошкент молия институти ҳузуридаги DSc.03/30.12.2019.1.17.01 рақамли Илмий кенгашнинг 2021 йил «26» 11 кунни соат 16⁰⁰ даги мажлисида бўлиб ўтади. Манзил: 100000, Тошкент шаҳри, А.Темур кўчаси, 60А уй. Тел.: (99871) 234-53-34; факс: (99871) 234-46-26; e-mail: admin@tfi.uz

Диссертация билан Тошкент молия институтининг Ахборот-ресурс марказида танишиш мумкин (298 рақами билан рўйхатга олинган). Манзил: 100000, Тошкент шаҳри, Амир Темур кўчаси, 60А. Тел.: (99871) 234-53-34; факс: (99871) 234-46-26; e-mail: admin@tfi.uz

Диссертация автореферати 2021 йил «16» 11 кунни тарқатилди.
(2021 йил «16» 11 даги 49 рақамли реестр баённомаси).



Т.З.Тешабоев

Илмий даражалар берувчи илмий кенгаш раиси, иқтисодиёт фанлари доктори, профессор

Ф.К.Холмаматов

Илмий даражалар берувчи илмий кенгаш илмий котиби, иқтисодиёт бўйича фалсафа доктори (PhD), доцент

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 тўғридан-тўғри хорижий инвестициялар ривожланган ва ривожланаётган мамлакатлар иқтисодий тараққиётида муҳим рол ўйнайди: улар кўп жиҳатдан иқтисодий ривожланиш асосларини аниқлаш, модернизация ва диверсификациянинг истиқболли йўналишларини белгилаб олишга ёрдам беради. Бундан ташқари, тўғридан-тўғри хорижий инвестициялар ижтимоий-иқтисодий ривожланиш, корпоратив бошқарувнинг янги шаклларини жорий этиш, кичик бизнес ва хусусий тадбиркорликни ривожлантириш, экспорт салоҳиятини кенгайтириш, аҳоли бандлиги ҳамда маҳаллий ва халқаро миқёсда маҳсулотлар рақобатбардошлигини оширишни жадаллаштиришга хизмат қилмоқда. Сўнгги йиллардаги ижобий тенденцияларга қарамай мутахассисларнинг фикрича, «COVID-19 эпидемияси айрим мамлакатлардаги рецессия жараёнлари ва глобал ЯИМнинг 4,3% га камайишига олиб келиши мумкин»¹. Пандемия туфайли тўғридан-тўғри хорижий инвестициялар (ТТХИ) оқимлари ҳажми камайиши кутилмоқда. Бирлашган миллатлар ташкилотининг савдо ва ривожланиш бўйича конференцияси (UNCTAD) экспертлари фикрига кўра, «қимматли қоғозларга ва тоғ-кон саноатга бўлган инвестицияларга бўлган талабнинг пасайиши кузатилади. ТТХИ ҳажми эса деярли \$1,5 триллиондан \$1 триллионгача пасайиши кутилмоқда; бу эса ТТХИга қарам бўлган ривожланаётган мамлакатлар учун инвестициялар ҳажми камайишига олиб келади. Шу муносабат билан дунё мамлакатлари миллий иқтисодиётларнинг ўсишини кўллаб-қувватлаш мақсадида ТТХИ жалб этиш борасидаги алоҳида чора-тадбирларни амалга оширмоқдалар»².

Жаҳон амалиётида трансчегаравий инвестицион хатарлар, ТТХИ инвестицион кафолатларини таъминлаш, хатарлар даражасини ҳисоблашнинг янги алгоритмлари ва усулларини ишлаб чиқиш соҳасида кўплаб тадқиқотлар олиб борилмоқда. Дунё мамлакатлари ўртасида трансмиллий компанияларнинг илғор технологиялари жалб этиш борасидаги рақобат курашининг кескинлашуви, хорижий инвестицияларни жалб қилишнинг яхлит механизмини доимий равишда такомиллаштириш талабини ва заруриятини акс эттиради. Ўтказилган эмпирик тадқиқотлар хорижий инвестицияларни қабул қилувчи мамлакатлар (хусусан, ТТХИ) чет эл инвестицияларини жалб қилишнинг самарали механизмини яратишлари ва бу борада халқаро институтларга катта умид боғламасликлари лозимлигини кўрсатиб берди. Шу боис, ТТХИга таъсир этувчи молиявий, иқтисодий ва мамлакат хатарларини муҳим бўғин сифатида қараш лозим, «уларнинг юмшатилиши мамлакат инвестицион муҳитининг умумий жозибadorлигини ортишига олиб келади»³.

¹ <https://unctad.org/news/covid-19s-economic-fallout-will-long-outlive-health-crisis-report-warns>

² <https://unctad.org/annualreport/2019/Pages/index.html>

³ Pereira C. & Teles V. Political Institutions, Economic Growth, and Democracy: The Substitute Effect [Online] // The Brookings Institution. - The Brookings Institution, 19 01 2017. - <https://www.brookings.edu/opinions/political-institutions-economic-growth-and-democracy-the-substitute-effect/>.

Ўзбекистонда хорижий инвестицияларни жалб этиш соҳасида бир қатор чора-тадбирлар изчил олиб борилмоқда. Хусусан, хусусий мулк ҳуқуқларини ҳимоя қилишни янада мустаҳкамлаш, кичик бизнес ва хусусий тадбиркорликни ривожлантиришни рағбатлантириш, эркин иқтисодий зоналар (ЭИЗ) ва кичик саноат зоналарининг (КСЗ) бутун тизимини ислоҳ қилиш, илмталаб товарларни ишлаб чиқариш ва экспорт қилиш бўйича мақсадли ва кенг кўламли ишлар амалга оширилмоқда. «...Ишлаб чиқаришга замонавий технологияларни жалб этиш, янги инвестиция лойиҳаларини амалга ошириш, маҳсулот турини кўпайтириш ва сифатини яхшилаш, мавжуд қувватлардан янада самарали фойдаланишимиз зарур... мис ва газ-кимё саноатлари каби, қишлоқ хўжалигининг озиқ-овқат, мева-сабзавот, балиқчилик, чорвачилик тармоқларида кластер ва кооперация тизимини ривожлантириш бўйича катта имконият ва ресурсларимизни ишга солишимиз керак...»⁴. Шу боис, белгиланган мақсад ва вазифаларга эришиш учун кўшимча чора-тадбирлар сифатида, шунингдек, инвестиция муҳитини яхшилаш бўйича давлат дастурларидан фойдаланиш мумкин бўлган илмий таклиф ва амалий тавсияларнинг ишлаб чиқиш зарурияти мавзунинг долзарблигини асосламоқда.

Ўзбекистон Республикасининг 2019 йил 25 декабрдаги ЎРҚ-598-сон «Инвестициялар ва инвестиция фаолияти тўғрисида»ги Қонуни, Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2020 йил 29 апрелдаги ПҚ-4300-сон «Республика иқтисодиётига тўғридан-тўғри хорижий инвестицияларни жалб қилиш механизмларини янада такомиллаштириш чора-тадбирлари тўғрисида»ги Қарори, 2017 йил 07 февралдаги ПФ-4947-сон «Ўзбекистон Республикасини янада ривожлантириш бўйича Ҳаракатлар стратегияси тўғрисида»ги, 2012 йил 10 апрелдаги ПФ-4434-сон «Тўғридан-тўғри хорижий инвестициялар жалб этилишини рағбатлантиришга оид кўшимча чора-тадбирлар тўғрисида»ги, 2020 йил 02 июндаги ПФ-6003-сон «Ўзбекистон Республикасининг халқаро рейтинг ва индекслардаги ўрнини яхшилаш ҳамда давлат органлари ва ташкилотларида улар билан тизимли ишлашнинг янги механизмини жорий қилиш тўғрисида»ги Фармонлари, шунингдек мазкур соҳага тегишли бошқа меъёрий ҳужжатларда белгиланган вазифаларни амалга оширишга ушбу диссертация тадқиқоти муайян даражада хизмат қилади.

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

⁴ Мирзиёев Ш.М. Ўзбекистон Республикаси Президенти Шавкат Мирзиёевнинг мамлакатимиз тадбиркорлари билан очик мулоқот шаклидаги учрашувда сўзлаган нутқи. – Тошкент: Ўзбекистон Ахборот агентлиги, 2021.

Муаммони ўрганилганлик даражаси. Инвестицион хатарларни баҳолаш ва камайтиришдаги муаммолар ушбу жараённинг назарий-методологик асосларини билан шуғулланувчи олим ва мутахассисларнинг кенг доирасида катта қизиқиш уйғотмоқда. Хорижий амалиётда молиявий, иқтисодий ва мамлакат хатарлари даражаси ёки миллий иқтисодиётнинг инвестицион жозибадорлиги ҳақида бевосита ёки билвосита хабар берувчи турли рейтинг ва индексларни жорий этиш фаол қўлланилмоқда.

Инвестиция хатарлари билан боғлиқ муаммолар ва масалалар қуйидаги хорижий олимлар илмий ишларида ўз аксини топган: Ф.Абдуллах, Т.Агмон, Дж.Дитрих, Б.Айткен, А.Харрисон, Дж.Кантвел, Г.Федер, Р.Джаст, Дж.Цитрон, Г.Никелсбург, М.Улубашоглу, А.Зенаиди, Э.Кларк, В.Клайн, М.Бломштрём, К.Миллер, Дж.Морган, С.Хаймер⁵. Шунингдек, Ўзбекистонлик олимларнинг илмий изланишларида хорижий инвестициялар доир масалалар ёритиб берилган, жумладан А.В.Вахабов, Ш.Х.Хажибаев, Х.Х.Имомов, А.Ш.Бекмуродов, Х.М.Шеннаев, Н.А.Галаева, Б.М.Махмудов, С.Э.Элмирзаев, Ж.Я.Исаков, Ф.Батиров⁶ ва илмий ҳамжамиятнинг бошқа вакиллари томонидан изчил ўрганиб келинмоқда.

Иқтисодчи олим ва мутахассисларнинг тадқиқотларида «мамлакат хатари» тушунчаси атрофлича тадқиқ қилинган. Лекин «мамлакат хатари», «молиявий-иқтисодий хатар», «ижтимоий-сиёсий хатар» тушунчалари, уларнинг ўзаро боғлиқликлари каби муҳим жиҳатлари тўлиқ ёритилмаган.

⁵ Abdullah F.A. Development of an Advance Warning Indicator of External Debt Servicing Vulnerability. [Journal] // Journal of International Business Studies. - [s.l.] : Palgrave Macmillan, 1985. - 3 : Vol. 16. - pp. 135-141. - Springer Verlag - Heidelberg. - ISSN: 0047-2506; Agmon T. & Dietrich J.K. International Lending and Income Redistribution: An Alternative View of Country Risk [Journal] // Journal of Banking and Finance. - Amsterdam: Elsevier, 1983. - 4 : Vol. 7.; Aitken B. & Harrison A. Do Domestic Firms Benefit From Direct Foreign Investment? Evidence From Venezuela [Journal] // American Economic Review. - California : [s.n.], 1999. - 3 : Vol. 89.; Cantwell J. Technological Innovation and Multinational Corporations [Book]. - USA : Blackwell Publishers, 1989. - Vol. 1. - ISBN: 0631138471; Feder G. & Just R.E. A Study of Debt Servicing Capacity Applying Logit Analysis [Journal] // Journal of Development Economics. - [s.l.] : Elsevier, 1977. - 1 : Vol. 4. - pp. 25-38. - ISSN: 0304-3878; Citron J.T. & Nickelsburg G. Country Risk and Political Instability [Journal] // Journal of Development Economics. - 1987. - 2 : Vol. 25.; Clark E. Evaluating country risks for international investments : tools, techniques and applications [Book]. - Singapore : Singapore World Scientific Publishing Co., 2018. - Vol. 1.; Doucouliagos H. & Ulubasoglu M. Democracy and Economic Growth: A meta-analysis. [Journal] // American Journal of Political Science. - Geelong : Wiley, 2006. - 1 : Vol. 52. - ISSN: 0092-5853; Frank C.R. & Cline W.R. Measurement of Debt Servicing Capacity: An Application of Discriminant Analysis. [Journal] // Journal of International Economics. - Wisconsin : University of Wisconsin. - 3 : Vol. 1.; Blomström M. Foreign Investment and Spillovers [Journal]. - 1989 : Routledge, London. - 1 : Vol. 22.; Miller K.D. A Framework for Integrated Risk Management in International Business [Journal] // Journal of International Business Studies. - London : Palgrave Macmillan, 1992. - 2 : Vol. 23. - pp. 311-331. - Springer Verlag. - ISSN: 0047-2506.; Morgan J.B. A New Look at Debt Rescheduling Indicators and Models. [Journal] // Journal of International Business Studies. - Heidelberg : Palgrave Macmillan, 1986. - 2 : Vol. 17. - pp. 37-54. - Springer Verlag (Niederlassung - Heidelberg). - ISSN: 0047-2506.; Hymer S. The International Operations of National Firms: A Study of Direct Foreign Investment PhD Dissertation // PhD Dissertation. - Cambridge, USA : The MIT Press, 1976. - Vol. 1.

⁶ Вахабов А.В. Хажибаев Ш.Х., Муминов Н.Г. Хорижий инвестициялар. - Тошкент : Молия-Иқтисод, 2010. - Т. 1 : 1. - Ўқув қўлланма.; Имомов Х. Х. Инвестицияларни ташкил этиш ва молиялаштириш. - Тошкент : Иқтисодиёт-Молия, 2010. - Т. 1 : 1. - Ўқув қўлланма.; Шеннаев Х.М., Очилов И.К., Ширинов С.Э, Кенжаев И.Г. Суғурта иши. - Тошкент : «Иқтисод-Молия», 2014. - Т. 1 : 1. - Ўқув қўлланма.; Галаева Н. А., Махмудов Б. М. Международные экономические отношения. - Ташкент : «Иқтисод-Молия», 2003. - Т. 1 : 1. - Учебное пособие.; Elmirezayev S. Korporativ moliyada xorijiy kapitalni jalb etish // Kitob: Korporativ Moliya / muh. Elmirezayev S. Toshkent: Iqtisod-Moliya, 2019. В. 140-150.; С.Элмирзаев, Ж.Исаков, Ф.Батиров. Финансовый менеджмент. - Ташкент: Издательство «Иқтисодиёт-Молия», 2019. - Т. 1 : 1. - Учебник.

Хатарларни баҳолаш, камайтириш уларнинг фоиз ставкага таъсири Ўзбекистон инвестицион муҳити мисолида атрофлича тадқиқ қилинмаган. Мазкур ҳолатлар ушбу диссертация мавзусини танлаш ва тадқиқот вазифаларини белгилашга асос бўлди.

Диссертация тадқиқотининг диссертация бажарилган олий таълим муассасасининг илмий-тадқиқот ишлари режалари билан боғлиқлиги. Мазкур диссертация тадқиқоти Наманган давлат университети илмий-тадқиқот ишлари режасига мувофиқ «Иқтисодийни модернизациялаш, инновацион таррақиёт, инсон капитални ривожлантириш» мавзуси доирасида бажарилган.

Тадқиқотнинг мақсади мамлакат ва молиявий-иқтисодий хатарларни камайтириш усуллари ўрганиш ва ривожлантириш, унинг механизмини ишлаб чиқиш ҳамда такомиллаштириш бўйича амалий таклифлар ишлаб чиқишдан иборат.

Тадқиқотнинг вазифалари қуйидагилардан иборат:

мамлакат иқтисодий-иқтисодига тўғридан-тўғри хорижий инвестицияларни жалб қилиш заруриятини очиқ бериш;

хорижий инвесторларга кафолатларни тақдим этишнинг халқаро ва миллий ҳуқуқий асосларни кўриб чиқиш;

молиявий, иқтисодий ва мамлакат хатарларининг келиб чиқиши, таърифи ва таснифини таҳлил қилиш;

хатарлар ва моделларнинг ўзгарувчилари ўртасидаги боғлиқликни аниқлаш мақсадида замонавий адабиётлар ва хорижий тажрибани таҳлил қилиш;

«мамлакат хатари», «молиявий-иқтисодий хатар» атамаларининг муаллифлик таърифини ишлаб чиқиш;

моделдаги ўзгарувчилар ва мамлакат кредит рейтинги ўртасида ўзаро алоқадорликни аниқлаш ва таҳлил этиш, уни Ўзбекистонга тадбиқ этиш;

инвестиция хатари даражасига мувофиқ ТТХИ капитали учун қўлланиладиган фоиз ставкани аниқлаш ва таҳлил этиш;

Тадқиқотнинг объекти сифатида Ўзбекистонда тўғридан-тўғри хорижий инвестицияларга хос молиявий, иқтисодий ва мамлакат хатарлари олинган.

Тадқиқотнинг предмети молиявий, иқтисодий ва мамлакат хатарларини аниқлаш ва уларни минималлаштиришда вужудга келадиган иқтисодий муносабатлар ва эконометрик моделлар мажмуи ҳисобланади.

Тадқиқотнинг усуллари. Диссертацияда график, абстракт-мантикий, иқтисодий-статистик, ҳисоблаш-конструктив, рейтинг баҳолаш, гуруҳлаш, таққослаш, илмий тафаккур, дедукция ва моделлаштириш ва олинган натижаларни баён қилиш усулларидан фойдаланилган.

Тадқиқотнинг илмий янгилиги қуйидагилардан иборат:

қонун устуворлиги, сиёсий барқарорлик ва давлат самарадорлиги мезонларини киритиш орқали мамлакат инвестицион хатарларини баҳолаш индикаторлари таркиби қайта шакллантирилган;

давлат кредит рейтингининг «ВВ»дан «ВВВ»гача кўтарилиши реал сектор корхоналарга жалб этилаётган хорижий капитал йиллик фоиз ставкаси 3,3 фоизга камайтириш имконияти асосланган;

мамлакат валюта захиралари, инфляция ва ташқи қарздорлик кўрсаткичларини 1 фоизга яхшиланиши хатарини 0,17 фоизга камайтириш имконияти аниқланган;

тўғридан-тўғри хорижий инвестициялар капитал фоиз ставкаси халқаро капитал бозори котировкаларига бевосита боғлиқлиги аниқланган.

Тадқиқотнинг амалий натижалари қуйидагилардан иборат:

инвестицион жозибадорликни янада ошириш ҳамда молиявий-иқтисодий ва мамлакат хатарларни камайтириш йўллари ишлаб чиқилган;

инвестицион лойиҳаларга нисбатан қўлланиладиган фоиз ставкага жаҳон молия бозорларининг таъсири математик моделлар орқали асосланган;

инвестицион жозибадордикни оширишда институционал ўзгаришлар зарурияти очиқ берилган;

мамлакат, молиявий-иқтисодий ва ижтимоий-сиёсий хатарларнинг давлат кредит рейтингига таъсири комплекс баҳоланган.

Тадқиқот натижаларининг ишончлиги. Тадқиқот натижаларининг ишончлиги расмий манбалар (Ўзбекистон Статистика Қўмитаси, Халқаро валюта фонди, Жаҳон банки, Ўзбекистон Марказий Банки) асосида илғор хорижий тажриба, методлар ва материаллардан, шунингдек, натижаларнинг самарадорлигини текшириш учун математик ва статистик усуллардан фойдаланиш орқали тасдиқланади.

Тадқиқот натижаларининг илмий ва амалий аҳамияти. Олинган натижаларнинг илмий аҳамияти шундан иборатки, улардан инвестицион хатарлар даражасини аниқлаш ва камайтиришнинг назарий ва методологик асослари такомиллаштиришга қаратилган илмий тадқиқотлар ўтказиш жараёнида хизмат қилиши билан изоҳланади.

Тадқиқот натижаларининг амалий аҳамияти олинган натижалар, ишлаб чиқилган таклиф ва тавсиялардан фойдаланиш хорижий инвестицияларни жалб этишга масъул бўлган давлат ташкилотлари фаолиятида қўлланиши мамлакатнинг инвестицион жозибадорлигини сезиларли даражада яхшилашда йўриқнома сифатида хизмат қилиши билан изоҳланади.

Тадқиқот натижаларининг жорий қилиниши. ТТХИ жалб қилишда молиявий-иқтисодий ва мамлакат хатарларини камайтириш тадқиқоти бўйича олинган илмий натижалар асосида:

турли кўрсаткичлардан (сиёсий барқарорлик ва зўравонлик йўқлиги / терроризм, давлат самарадорлиги, қонун устуворлиги, қонунчилик сифати, сайлов ва ҳисобдорлик индекси, коррупцияга қарши кураш) фойдаланган ҳолда мамлакат хатарини такомиллаштирилган баҳолаш усули бўйича таклифлари Ўзбекистон Республикаси инвестиция ва ташқи савдо вазирлиги фаолиятига жорий этилди (Ўзбекистон Республикаси инвестиция ва ташқи савдо вазирлигидан 2021 йил 27 январдаги 02-08/00885-сонли маълумотнома). Ушбу илмий янгилик натижасида сиёсий барқарорлик ва

зўравонлик/терроризмнинг мавжуд эмаслиги, ҳукумат самарадорлиги, тартибга солиш сифати, аҳолини фикрини инобатга олиш ва ҳисобдорлик, ҳуқуқ устуворлиги, коррупцияни жиловлаб туриш кўрсаткичларининг 1,0 фоизга ортиши мамлакат хатарини 0,83 фоизга камайиши имконини яратди;

Ўзбекистон суверен кредит рейтинги мамлакатимизда инвестицион лойиҳаларга қўлланиладиган фоиз ставкасига бевосита таъсир кўрсатиши бўйича ишлаб чиқилган эконометрик модели орқали аниқланган самарадорлик кўрсаткичлари Ўзбекистон Республикаси инвестиция ва ташқи савдо вазирлиги амалиётига жорий этилди (Ўзбекистон Республикаси инвестиция ва ташқи савдо вазирлигидан 2021 йил 27 январдаги 02-08/00885-сонли маълумотнома). Ушбу таклиф натижасида мамлакат суверен кредит рейтингининг «ВВ»дан «ВВВ»гача кўтарилиш ва ТТХИ капитали таннархи 3,3 фоизга камайтириш имкониятлари асосланди, бу эса, ўз навбатида, ҳар 1 млрд. АҚШ долларлик жалб этилган хорижий инвестиция учун 33 млн. АҚШ долларлик фоиз тўловларини тежаб қолиш имконини яратди;

валюта захираларини кўпайтириш, инфляция даражасини ва мамлакатнинг ташқи қарздорлик даражасини камайтириш орқали Ўзбекистон Республикасининг молиявий-иқтисодий ва мамлакат хатарини юмшатиш йўллари бўйича таклифи Ўзбекистон Республикаси инвестиция ва ташқи савдо вазирлиги фаолиятига жорий этилди (Ўзбекистон Республикаси инвестиция ва ташқи савдо вазирлигидан 2021 йил 27 январдаги 02-08/00885-сонли маълумотнома). Ушбу таклиф натижасида мамлакат молиявий кўрсаткичларнинг 1 фоизга яхшилаш асосида мамлакат инвестицион хатарининг 0,17 фоизга камайтириш имконини яратди;

хорижий инвестиция оқимларини бошқаришда индекс кўрсаткичларидан фойдаланиш бўйича тавсияни Ўзбекистон Республикаси инвестиция ва ташқи савдо вазирлиги амалиётида қўлланилган (Ўзбекистон Республикаси инвестиция ва ташқи савдо вазирлигидан 2021 йил 27 январдаги 02-08/00885-сонли маълумотнома). Берилган тавсия натижасида мамлакатга киритилаётган тўғридан-тўғри хорижий инвестицияларни йўналишларга (иқтисодий тармоқ турларига) қараб инвестицион капитал фоиз ставкалари шакллантирилди.

Тадқиқот натижаларининг апробацияси. Ушбу тадқиқот натижалари 3 та республика ва 2 та халқаро илмий-амалий анжуманларида муҳокамадан ўтказилган.

Тадқиқот натижаларининг эълон қилинганлиги. Диссертация мавзуси бўйича жами 8 та илмий иш, жумладан Ўзбекистон Республикаси Олий аттестация комиссиясининг диссертацияларни асосий илмий натижаларини чоп этиш тавсия этилган илмий нашрларда 4 та илмий мақола республика, 1 таси хорижий журналларда нашр этилган.

Диссертациянинг тузилиши ва ҳажми. Диссертация кириш, учта боб, хулоса, фойдаланилган адабиётлар рўйхати ва иловалардан таркиб топган. Диссертация ҳажми 111 бетни ташкил этади.

ДИССЕРТАЦИЯНИНГ АСОСИЙ МАЗМУНИ

Кириш қисмида мавзунинг долзарбли, тадқиқотнинг мақсади ва вазибалари, предмети ва объекти, тадқиқотнинг назарий ва методологик асослари, тадқиқот гипотезалари ва ҳимояга олиб чиқиладиган ҳолатлар ва илмий янгиликлар, тадқиқотнинг назарий ва амалий аҳамияти, шунингдек, натижаларнинг ишончлилиги ва апробацияси келтирилган.

«Хорижий инвестицияларни жалб этишнинг концептуал асослари», деб номланган биринчи бобда хорижий инвестицияларни жалб қилиш зарурияти, унинг мамлакат тараққиётидаги роли асослаб берилган. Биринчи бобнинг вазибалари сифатида: тўғридан-тўғри хорижий инвестицияларнинг моҳияти ва аҳамиятини очиқ бериш; хатарларнинг юзага келиши, уларни аниқланиш, таснифлашнинг назарий жиҳатлари таҳлилини амалга ошириш; хатарларни ўрганиш ва уларни бошқариш усулларини ривожлантириш мақсадларида статистик моделларни яратиш асослари ёритиб бериш; мамлакат ва молиявий-иқтисодий хатарларни камайтириш механизмини такомиллаштириш бўйича амалий таклифларни ишлаб чиқишдан иборат.

Тадқиқотда муаллиф томонидан тўғридан-тўғри хорижий инвестицияларнинг экспорт рақобатбардошлигини ошириш, аҳоли фаровонлигини юксалтириш, ички бозорларда рақобатни кучайтириш жараёнларидаги ижобий жиҳатларини очиқ берувчи илмий тадқиқотлар келтириб ўтилган. Муаллиф томонидан трансчегаравий инвестиция фаолияти соҳасидаги халқаро ва миллий қонунчилик талаблари батафсил кўриб чиқилган. Тадқиқот натижалари инвестиция соҳасида халқаро қонунчиликнинг жорий этилиши нафақат Ўзбекистоннинг инвестицион жозибadorлигини ошириш, балки мамлакатдаги ишбилармонлик муҳитининг ҳам яхшиланишига олиб келишини кўрсатмоқда.

Бобда муаллиф томонидан «тўғридан-тўғри хорижий инвестиция»лар тушунчасига алоҳида эътибор берилди. Ўзбекистон Республикасининг «Инвестициялар ва инвестиция фаолияти тўғрисида»ги қонунига кўра, тўғридан-тўғри хорижий инвестициялар⁷ – чет эллик инвесторнинг ҳукумат кафолатларисиз, таваккалчилик шароитларида ўз маблағлари ёки қарз маблағлари ҳисобидан киритилган инвестициялардир. А.Ш.Бекмуродовнинг фикрича⁸, ТТХИ – «инвесторга қорхонани назорат қилиш ҳуқуқини берувчи капитални тўғридан-тўғри экспорт қилиш» ва шу билан «қорхона асосий [бош] компаниясининг хорижий шўъба қорхонасига айланади». В.А.Ваҳобов⁹ эса ТТХИ – «инвесторга иқтисодий фаолияти устидан таъсирчан назорат этиш имконини берадиган инвесторнинг узоқ муддатли, фирманинг камида 10 фоизи улушига ёки акциядорлар капиталига эгаллик қилишига имкон берадиган инвестициядир», деб таъкидлайди. Муаллиф диссертацияда

⁷ «Инвестициялар ва инвестиция фаолияти тўғрисида» Ўзбекистон Республикаси Қонуни. Тошкент, 25.12.2019 г., №ЎРҚ-598 // www.lex.uz

⁸ Бекмуродов А.Ш., Карриева Я.К., Нематов И.У., Набиев Д.Х., Каттаев Н.Т. Хорижий инвестициялар. - Тошкент : Иқтисодиёт. - Т. 1 : 1. – Ўқув қўлланма.

⁹ Ваҳабов А.В. Хажибаев Ш.Х., Муминов Н.Г. Хорижий инвестициялар. - Тошкент : Молия, 2010. - Т. 1 : 1. – Ўқув қўлланма.

«тўғридан-тўғри хорижий инвестициялар» атамасини, аввало, хўжалик фаолияти устидан қисман ёки тўлиқ назоратни таъминлаш орқали хорижий корхонага инвестиция» сифатида тушуниш кераклигини таъкидлайди.

Илмий ишда муаллиф «мамлакат хатари» атамасини талқин қилишнинг турли ёндашувларини кўриб чиқди. Д.Мелдрум¹⁰ «мамлакат хатари» тушунчаси билан боғлиқ қуйидаги таърифи эътиборга молик: «...барча тижорат операциялари хатар билан маълум бир даражада боғлиқ... тижорат операциялари халқаро чегаралар орқали амалга оширилганда, улар маҳаллий операцияларда мавжуд бўлмаган қўшимча хатарларга дуч келади. «Мамлакат хатарлари» деб аталадиган бу қўшимча хатарларга одатда иқтисодий тизим, сиёсат, ижтимоий-сиёсий институтлар, географик жойлашув ва валюталардаги, миллий фарқлардан келиб чиқадиган хатарлар киритилади...». А.Бекмуродов ва бошқалар¹¹ ўз ишларида ушбу атамани мамлакатнинг инвестиция муҳитининг турли омиллари мажмуи сифатида қарашни таклиф қилади (ва бу талқин бошқаларини рад этмайди): «...[мамлакатнинг] инвестиция муҳити – инвестицияларнинг жозибадорлиги ва хатарлар даражасини белгиловчи ижтимоий-иқтисодий, молиявий ва сиёсий омиллар мажмуидир». Муаллиф «мамлакат хатари» атамасини хорижий давлат ҳудудида капитални инвестициялаш билан боғлиқ ноаниқлик ва бу ноаниқликнинг инвестор учун активларнинг йўқолишига олиб келиши мумкин бўлган омил сифатида қараш лозимлигини таъкидлайди. «Молиявий-иқтисодий хатар» деганда эса мамлакат хатарининг ажралмас қисми бўлган ва инвестицияларни қабул этувчи мамлакатнинг молиявий-иқтисодий конъюнктураси билан бевосита боғлиқ бўлган хатар сифатида ёндашишни таклиф этади.

Тадқиқот ишлари давомида ТТХИ технологик иккиламчи таъсири Австралия, Канада, Мексика, Марокаш, Венесуэла ва Хитой каби мамлакатлар мисолида кўриб чиқилди. ТТХИни жалб этувчи мамлакатларнинг тўпланган тажрибаси асосида ТТХИ олувчи мамлакатлар маданий, таълим, ижтимоий ва бошқа хусусиятлари билан фарқланадилар, шу сабабдан барча мамлакатларда муваффақиятли инвестицияларни амалга ошириш ва мўлжалланган мақсадларга эришиш имкониятлари мавжуд эмас. Шу муносабат билан Ўзбекистон иқтисодиётига ТТХИ жалб этилишининг муваффақиятлилиги кўп жиҳатдан давлатнинг ТТХИ ва иқтисодиётга янги технологиялар ва илм-фанни жорий этиш борасидаги сиёсати билан белгиланади. Шундан келиб чиққан ҳолда, ТТХИ соҳасидаги давлат сиёсати мамлакатнинг узоқ муддатли стратегик мақсадларидан келиб чиқиб, иқтисодиёт тармоқларига ТТХИни муваффақиятли жалб этиш ва жорий этиш муаммоларини ҳал қилиши лозим. Илмий ишда трансчегаравий инвестициялар хорижий портфел инвестициялари (ХПИ) ёки ТТХИ шаклида амалга оширилишини қайд этдик. ТТХИ одатда қўшма корхоналарни

¹⁰ Meldrum D.H. Country Risk and Foreign Direct Investment. [Журнал] // Journal of Business Economics. - Berlin : Springer, 2000 г.. - 1 : Т. 35. - ISSN: 0148-6195.

¹¹ Бекмуродов А.Ш. Карриева Я.К., Нематов И.У., Набиев Д.Х., Каттаев Н.Т. Хорижий инвестициялар. - Ташкент : Иқтисодиёт. - Т. 1 : 1. – Ўқув қўлланма.

бошқаришни, технология ва эксперт билимларини трансферини тақозо этса, ХПИ фақат пул маблағларини маълум муддат давомида фойдаланишни назарда тутди. ХПИда давлат, ташкилот ёки корхонанинг қимматли қоғозларига фақатгина «пассив» кўринишда инвестиция этилади. С.Элмирзаевга кўра¹², ХПИ жалб қилишнинг камчиликлари қуйидаги хусусиятларни ўз ичига олади:

дебитор компания ҳақидаги маълумотларни ошкор қилиши учун жиддий талабларнинг мавжудлиги;

хорижий юрисдикцияни маҳаллий компанияларга амал этиши;

кредит ҳужжатларини кўриб чиқиш бўйича хизматларнинг юқори нархлари;

чет эл қимматли қоғозлар бозори ёки банк кредитлари бўйича мажбуриятлар;

рейтинг агентликларидан кредит рейтингини олиш зарурияти;

қимматли қоғозларни бозорларга жойлаштиришга сарфланадиган вақт;

валюта рискининг юзага келиши ва бошқалар.

Тадқиқот доирасини аниқлаштириш мақсадида муаллиф Д.Мелдрум¹³ таснифинидан фойдаланди:

ТТХИ (хусусий секторнинг узок муддатли инвестициялари);

қисқа муддатли молиявий инвестицияларни (хусусий секторнинг қисқа муддатли инвестициялари);

қисқа муддатли давлат кредитлар ва узок муддатли давлат кредитлар.

Мамлакат хатарини батафсил ўрганиш мақсадида хатарларни бир неча гуруҳларга ажратиб ўрганишни таклиф этилди (1-расм.).



1-расм. Хатарлар таснифи¹⁴

Муаллиф тадқиқот ишида мамлакат ва молиявий-иқтисодий хатарларни баҳолашда қўлланиладиган асосий фикрларни келтиради. Ишлаб чиқилган

¹² Elmirezayev S. Korporativ moliyada xorijiy kapitalni jalb etish // Darslik: Korporativ Moliya / muh. Elmirezayev S. Toshkent: Iqtisod-Moliya, 2019. bb. 140-150.

¹³ Meldrum D.H. Country Risk and Foreign Direct Investment. [Журнал] // Journal of Business Economics. - Berlin : Springer, 2000 г. - 1 : Т. 35. - ISSN: 0148-6195.

¹⁴ Муаллиф томонидан ишлаб чиқилган.

эконометрик моделлардан фойдаланиб, мамлакатларнинг (масалан, Ўзбекистоннинг) рейтинг баҳолари ҳисобланди; мамлакат ва молиявий-иқтисодий хатарлар даражалари аниқланди. Регрессия моделларини тузиш ва гипотезаларни исботлаш учун асосий формулалар ва постулатлар муаллиф томонидан батафсил келтирилди.

«Тўғридан-тўғри хорижий инвестицияларни жалб қилиш амалиёти ва молиявий-иқтисодий хатарларни баҳолаш таҳлили», деб номланган иккинчи бобда Ўзбекистонда қабул этилган ва халқаро инвестиция қонунчилиқ нормаларига асосланган норматив ҳужжатлар таҳлил этилди. Ўзбекистоннинг асосий меъёрий ҳужжатлари Инвестицион келишмовчиликларни тартибга солиш халқаро маркази (ИКТСХМ)¹⁵ ва Бирлашган Миллатлар Ташкилотининг савдо ва тараққиёт бўйича конференциясида (БМТСТК)¹⁶ рўйхатга олинган халқаро ҳуқуқий нормаларни инвесторлар томонидан қўлланиши ҳуқуқини тан олади. Инвестициялар (жумладан, ТТХИ) соҳасига халқаро қонун ҳужжатларининг киритилиши нафақат Ўзбекистоннинг инвестицион жозибадорлигини, балки умуман ишбилармонлик муҳитини яхшилашда муҳим ижобий омил эканлигини таъкидланди. Яъни, халқаро инвестицион битимларни ратификация этиш ва бажариш («Халқаро инвестициялар ва трансмиллий компаниялар тўғрисида» ИХТТ декларацияси), халқаро арбитражни тан олиш (ИХТТ, ИКТСХМ) потенциал хорижий инвесторларнинг иқтисодиётимизга бўлган ишончини сезиларли даражада оширади. Хорижий ва миллий инвесторларга берилган кафолатлар, имтиёзлар ва бошқа инструментлар кўриб чиқилди. Хорижий инвестицияларнинг таснифланиши, уларни жалб қилиш тартиби ва Ўзбекистон Республикаси қонунчилигида тартибга солинадиган бошқа хусусиятлар таҳлили амалга оширилди. Ўзбекистон Республикаси инвестиция соҳасидаги қонунчилигининг мослашувчанлиги Вазирлар Маҳкамаси¹⁷ билан тузилган битимларда келтирилган қўшимча имтиёз орқали таъминланади. Инвестицион жозибадорликни оширишда эркин иқтисодий зоналар (ЭИЗ) ва кичик саноат зоналарининг (КСЗ) алоҳида ўрни ҳам аҳамиятлидир.

Инвестицион хатарларга таъсир этувчи омилларни чуқур ўрганиш эконометрик моделларни куриш нуқтаи-назаридан амалга оширилади. Молиявий-иқтисодий ва мамлакат хатарлари моделлари мавжуд хатар тўғрисида аниқ тасаввурни яратади ва уни юмшатиш ёки камайтириш бўйича тавсиялар ишлаб чиқишга ёрдам беради. Бундан ташқари, муаллиф томонидан ТТХИ капитали қиймати бўйича фоиз ставкасини ҳисобланди.

¹⁵ КТСХМ давлатлар ва фуқаролар ўртасидаги инвестицион низоларни ҳал этиш тўғрисидаги Конвенсияга («Вашингтон Конвенцияси») мувофиқ ташкил этилган. Конвенция ИКТСХМ мақоми, унинг ташкилий тузилиши ва асосий вазибаларини белгилаб берди. Конвенция 1965 йил март ойида тасдиқланди.

¹⁶ Бирлашган Миллатлар Ташкилотининг савдо ва тараққиёт бўйича конференцияси (БМТСТК/UNCTAD) Бирлашган Миллатлар ташкилоти бош Ассамблеясига бўйсинади. Ташкилот 1964 да ташкил этилган бўлиб, Женевада жойлашган. Бугунги кунга келиб ушбу ташкилотга 194 аъзо мамлакат (жумладан, Ўзбекистон) киради. БМТСТК қарорлари резолюция шаклида қабул қилинади ва тавсиявий характерга эга.

¹⁷ «Давлат-хусусий шериклик тўғрисида» Ўзбекистон Республикасининг Қонуни, Тошкент, 10.05.2019, №ЎРҚ-537 // www.lex.uz

Моделлар таърифи¹⁸

1-Модел	Ўзбекистоннинг мамлакат хатари даражасини ҳамда унга таъсир этувчи омилларни аниқлаш. Хатарни молиявий-иқтисодий ва ижтимоий-сиёсий хатарларга бўлиниши.
2-Модел ¹⁹	Халқаро молия бозорларидаги конъюктурани ҳисобга олган ҳолда ТТХИ капиталининг фоиз ставкасини аниқлаш.

1-моделда қуйидаги ўзгарувчилардан фойдаланилди: ЯИМ аҳоли жон бошига (ЯИМ), олтин-валюта захиралари (ВЗ), самарали бошқарув индекси (СБ), мамлакат иқтисодиёти классификацияси (МИ)²⁰, ташқи қарз нисбати (ТН), инфляция индекси (ИИ)²¹, охири дефолт муддати (ОД), ялпи жамғарма (ЯЖ).

Келтирилган модель 4 йилги маълумотлар асосида ишлаб чиқилди. Моделимиз 2016 йилдан 2019 йилгача бўлган давр учун корреляция коэффиценти изчил юқори қийматларни кўрсатди (2-жадвал). 2017 йил маълумоти учун модел натижалари 2018 йилда хатарни баҳолаш учун амал қилади, ва 2019 йил модел натижалари, ўз навбатида, 2020 йилда амал қилади. Моделда кўриб чиқиладиган бутун давр учун барча параметрларда жуда барқарор натижаларни кўрсатади; бу эса кейинги йиллар учун прогноз этиш имконини яратади. Бундан ташқари, ушбу модел рейтинг баҳоларининг қийматларини қайта ҳисоблаш имконини беради.

2-жадвал

Регрессия статистикаси²²

№	Кўрсаткичлар	2016 й.	2017 й.	2018 й.	2019 й.	2020 й ²³
1.	Корреляция коэффиценти	0,910	0,940	0,943	0,928	>0,9
2.	R-квадрат	0,829	0,884	0,889	0,862	>0,8
3.	Меъёрлашган R-квадрат	0,816	0,877	0,881	0,851	>0,8
4.	Стандарт хато	0,128	0,107	0,106	0,119	-
5.	Кузатувлар сони	85	95	87	82	-

Тегишли сифат параметрларига эга бўлган барча коэффицентлар учун натижаларнинг якуний жадвали (σ , t-стат., P-value) қуйидаги жадвалда келтирилган. Жадвалдан кўриниб турибдики коэффицентларнинг аҳамиятлилигига кўра бир-бирларидан жуда катта фарқ қилади: самарали бошқарув индекси ($=0,140$) ва ЯИМ ($=0,104$) рейтинг даражасига сезиларли даражада таъсир кўрсатади. Шу билан биргаликда, ташқи қарз нисбати ($=-0,225$) хатар даражасига салбий таъсир кўрсатади. Бошқа коэффицентлар

¹⁸ Жадвал муаллиф томонидан ишлаб чиқилди.

¹⁹ Damodaran Aswath Papers [Online] // Stern School of Business. - Stern School of Business, July 01, 2020. - September 09, 2020. - http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/papers.html.

²⁰ Диссертацияда ушбу ўзгарувчисиз ҳам модел келтирилди.

²¹ Диссертацияда ушбу ўзгарувчисиз ҳам модел келтирилди.

²² Муаллиф томонидан ишлаб чиқилган.

²³ 2020 й. учун прогноз кўрсаткичлар келтирилди.

қийматларининг модули 0 қийматга яқин бўлгани сабабли сезиларли даражада моделга таъсир этмаслиги мумкин. Барча ўзгарувчилар учун R-қиймат жуда паст даражада бўлиб, муаллиф илгари сурган гипотезанинг юқори эҳтимоллик билан аниқлигини кўрсатади.

3-жадвал

Регрессия натижалари (2018)²⁴

№	Ўзгарувчи номи	Коэффицици ентлар	σ	t-стат.	P-Value
1.	Ү-кесишма	-0,797	0,245	-3,247	0,001
2.	ЯИМ (ЯИМ)	0,104	0,023	4,366	0,000
3.	Олтин-валюта захиралари (ВЗ)	0,005	0,003	1,726	0,088
4.	Самарали бошқарув индекси (СБ)	0,140	0,027	5,072	0,000
5.	Ташқи қарз нисбати (ТН)	-0,225	0,037	-6,085	0,000
6.	Охирги дефолт муддати (ОД)	0,002	0,001	2,275	0,025
7.	Ялпи жамғарма (ЯЖ)	0,008	0,002	3,693	0,000

Юқорида келтирилган маълумотлар асосида Ўзбекистон мисолида ҳисоб-китоблар амалга оширилди:

$$f(\text{ЯИМ; ВЗ; СБ; ТН; ОД; ЯЖ}) = -0,797 + 0,104(9,03) + 0,005(12,94) + 0,140(-0,95 - 0,225(0,35) + 0,002(50) + 0,008(25,3) = 0,2975$$

Яъни, диссертация иловасида келтирилган S&P таснифи жадвалга кўра 2019 йилда Ўзбекистон кредит рейтинги «BB-» даражасида эканлигини кўрсатади.

1-модель мамлакат хатарини молиявий-иқтисодий ва ижтимоий-сиёсий хатарларга бўлиш имконини беради. Шу мақсадда регрессияда Самарали бошқарув индексидан (СБ) эркин (экзоген) ўзгарувчи сифатида фойдаланилди.

4-жадвал

Хатарлар тақсимланиши (2019)²⁵

меъёрлашган R-квадрат (6 ўзгарувчили) ²⁶	меъёрлашган R-квадрат тузатилган (1 ўзгарувчили)	Ижтимоий-сиёсий хатарнинг мамлакат хатаригаги улуши
0,851	0,706	83%

4-жадвалга кўра мамлакат хатарининг ижтимоий-сиёсий хатардаги улуши тақрибан 83% ($\approx 0,706/0,851$) ташкил этади, ва, мос равишда, молиявий-иқтисодий хатар 17% ни ташкил этади.

Хатарни капитал нархига боғлаш учун муаллиф қуйидаги формуладан фойдаланган:

$$R = R_f + \beta (\text{ЛБМ}) + \text{МХМ}$$

²⁴ Муаллиф томонидан ишлаб чиқилган.

²⁵ Муаллиф томонидан ишлаб чиқилган.

²⁶ 2-жадвалга қаранг.

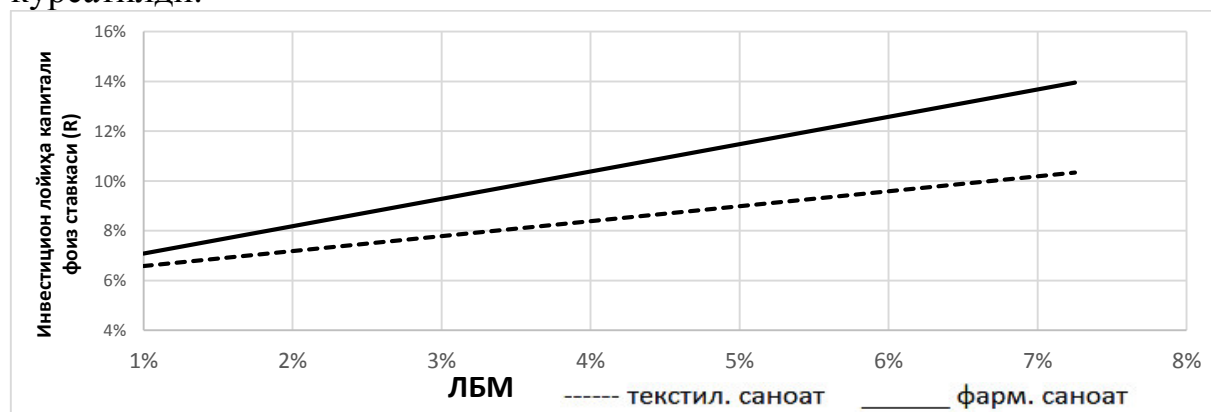
бу ерда: R – ТТХИ лойихаси учун қўлланиладиган фоиз ставкаси; β – ТТХИ фаолият кўрсатадиган тармоқ коэффициентини; R_f – АҚШ давлат облигациялари бўйича хатарсиз фоиз ставкаси²⁷; МХМ – мамлакат хатари мукофоти давлат қарздорлик мажбуриятлари бўйича фоиз ставкаси (R_{gov}) ва хатарсиз фоиз ставкаси (R_f) ўртасидаги фарқ сифатида келтирилади:

$$МХМ = R_{gov} - R_f$$

ЛБМ – ликвид бозор мукофоти S&P500 индекси ва R_f ўртасидаги фарқ кўринишида қуйидаги формула орқали келтирилди:

$$ЛБМ = S\&P500 - R_f$$

2-модел шуни кўрсатдики, ЛБМ ёки МХМларнинг ошиши капиталнинг фоиз ставкасининг ошишига олиб келади. Қуйидаги расмда ЛБМнинг турли тармоқлардаги капиталнинг фоиз ставкасига қай тарзда таъсир этиши кўрсатилди.



2-расм. Капитал ставкасининг ЛБМга боғлиқлиги²⁸

2-модель ТТХИ капитал фоиз ставкаси капитал бозор мукофоти (ЛБМ) кўрсаткичларига ва ТТХИни қабул этувчи мамлакатнинг хатари (МХМ) даражасига боғлиқлигини аниқ кўрсатиб берди. Икки турдаги саноат тармоқлари мисолидан фойдаланиб, Ўзбекистонда тўқимачилик саноатида ($\beta = 0,6$) ва фармацевтика саноатида ($\beta = 1,1$) инвестицион капитал фоиз ставкаларининг шаклланиши қуйидагича:

$$R_{\text{текст.}} = R_f + \beta (\text{ЛБМ}) + \text{МХМ} = 0,7\% + 0,6(4,13\%) + 5,28\% = 8,46\%$$

$$R_{\text{фарм.}} = R_f + \beta (\text{ЛБМ}) + \text{МХМ} = 0,7\% + 1,10(4,13\%) + 5,28\% = 10,52\%$$

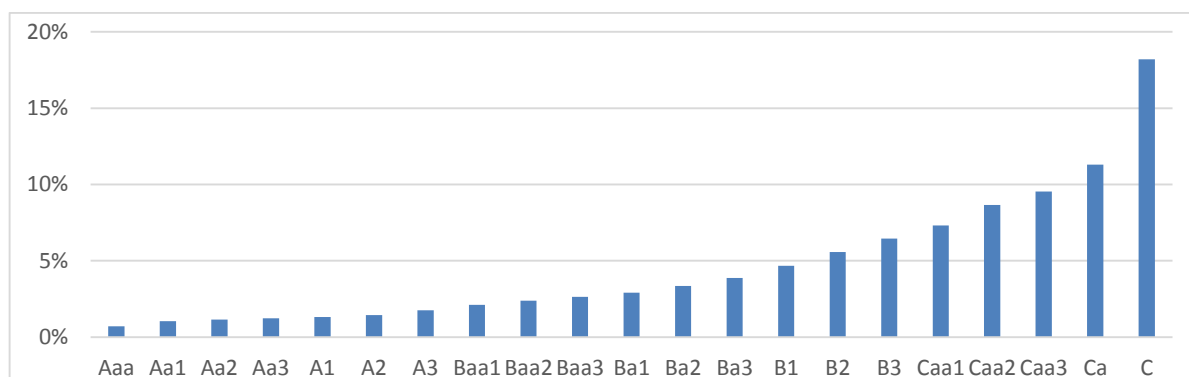
Юқоридаги ҳисоб-китоблардан кўришиб турибди-ки, саноат тармоғи қанчалик хатарли бўлса, капиталнинг фоиз ставкаси шунчалик юқори бўлади.

МХМ миқдорини мамлакат кредит рейтингига боғлиқлиги бизнес соҳасига жалб этилаётган капитал учун белгиланган фоиз ставкасини камайтиришни кўзлаган ҳолда, ушбу миқдорни камайтириш заруриятини юзага келтиради. Мамлакат кредит рейтингини қанча паст бўлса, давлатнинг

²⁷ 10 йиллик тўлов муддатли.

²⁸ Муаллиф томонидан ишлаб чиқилган.

қарздорлик мажбуриятлари бўйича фоиз ставка шунча юқори бўлади. Мамлакат кредит рейтингининг пасайиши, нафақат давлат қарз мажбуриятлари бўйича, балки хўжалик юритувчи субъектларнинг барча мажбуриятлари бўйича ҳам фоиз ставкасининг ошишига олиб келади.



3-расм. Мамлакат кредит рейтинги ва давлат облигациялари фоиз ставка миқдорлари (Moody's га кўра)²⁹

Илмий ишда барча хўжалик юритувчи субъектларнинг (шу жумладан, трансмиллий компанияларнинг) мамлакат хатарига тенг даражада дучор бўлиши назарда тутилади. Кредит рейтингини яхшилаш нафақат хорижий инвесторлар учун, балки маҳаллий инвесторлар томонидан жалб этиладиган капитал арзонлашишига олиб келади. Бундан ташқари, суверен кредит рейтингининг яхшиланиши фоиз тўловлари бўйича бюджет харажатларини камайтиради.

«Мамлакат ва иқтисодий-молиявий хатарлар негизда инвестицион жозибадорликни оширишнинг устувор йўналишлари» номли учинчи бобда инвестиция жараёнида трансмиллий компанияларни (ТМК) қўллаб-қувватлаш соҳасидаги халқаро тажриба ёритиб берилган. Масалан, Махсус чет эл инвестиция компанияси (МЧЭИК), Кўп томонлама инвестицияларни кафолатловчи агентлик (КТИКА), Иқтисодий ҳамкорлик ва тараққиёт ташкилоти (ИХТТ) каби халқаро ташкилотларнинг хизматлари ва бошқалар батафсил кўриб чиқилди. ТТХИ халқаро ташкилотлар ва давлатлардан кўмак олиш учун ҳам ижтимоий, ҳам экологик муаммоларни ҳал қилиши лозимлиги таъкидланди.

Муаллиф ўз илмий ишида инвестиция хатарларини бошқариш соҳасидаги халқаро институтларнинг тажрибасига алоҳида эътибор қаратади. Жумладан, хорижий инвестицияларнинг кафолатларини таъминлаш дунёнинг ривожланаётган мамлакатларига ТТХИ ҳажмининг барқарор ўсишини таъминлашда муҳим аҳамият касб этиши таъкидланади. Халқаро капитални муайян кафолатларсиз энергетика, атроф-муҳитни муҳофаза қилиш, қишлоқ хўжалиги, йўл ва инфратузилма қурилиши каби муҳим соҳаларга инвестициялашнинг имкони бўлмас эди. Нодавлат ва халқаро

²⁹ Муаллиф томонидан ишлаб чиқилган (январ 2021 йил маълумотлари асосида). Манба: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

нотижорат ташкилотлари томонидан кафолатланган кўплаб инвестицион лойиҳалар Африка қитъасида иқтисодий тармоқларининг муваффақиятли ривожланишига олиб келди (ҳатто ҳарбий тўқнашувлар олиб борилаётган, юқори хатарли мамлакатларда ҳам).

КТИКА инвесторлар ва кредиторларга кафолат бериш йўли билан ривожланаётган мамлакатларга хорижий инвестицияларини жалб этишга кўп жиҳатдан ёрдам бермоқда. КТИКАнинг асосий вазифаси – трансмилий компанияларнинг мол-мулкини экспроприация ёки мусодара қилиш, уруш ва оммавий тартибсизликлар (давлатга итоатсизлик) юзага келиши эҳтимоли жуда юқори бўлган мамлакатларга амалга оширилаётган инвестицион лойиҳаларга кафолат беришдан иборат. КТИКА агентлиги қуйидаги вазиятлар ҳолатлар буйича зарарлардан кафолатларни беради: адолатли арбитраж учун имкониятлар йўқлиги, маҳаллий валютани эркин конвертирланган валютага айирбошлашни таъқиқлаш, суғурта объектига бўлган мулк ҳуқуқдан маҳрум қилиш, ҳарбий тўқнашувлар ёки фуқаролар тартибсизликлардан кўрилган зарарлар³⁰. 2020 йилда қиймати 6 млрд. АҚШ доллари ҳажмидаги лойиҳалар суғурталанди ва лойиҳаларнинг умумий миқдори эса 22,6 млрд. АҚШ долл. ташкил этди. 2019 йилда, ушбу кўрсаткичлар, мос равишда, 5,55 млрд. ва 23,3 млрд. АҚШ долл. ташкил этди. Яъни қиймати 1 АҚШ долл.га тенг ҳар бир суғурталанган актив учун мамлакатларга жалб этилаётган инвестициялар ҳажми тахминан 4 АҚШ долл. ташкил этади (яъни, мультипликатор 4 га тенг).

Халқаро ташкилотлар (МЧЭИК, ИХТТ, КТИКА) лойиҳалар бўйича хатарларни нафақат иқтисодий мезонлар, балки ижтимоий-экологик мезонлар асосида ҳам баҳолашга интилишларини алоҳида таъкидлаш лозим. Инвестиция лойиҳаларининг ижтимоий ва экологик жиҳатдан баҳоланиши шубҳасиз мамлакатларда ҳукмрон бўлган доиралар билан ҳамкорликка олиб келади, чунки ижтимоий ва экологик характердаги инвестицион лойиҳалар айнан шу турдаги муаммоларни (минтақа ишсизлиги, аҳолини эмлаш муаммоси, қишлоқ хўжалик ерларини сунъий равишда суғориш, чиқиндиларни зарарсизлантириш, сув таъминоти ва бошқ.) ҳал қилиш учун йўналтирилади. Ижтимоий ва экологик йўналишдаги инвестиция лойиҳаларини тадқиқ этиш халқаро илмий ҳамжамиятининг диққат эътиборидаги муҳим илмий изланишларни талаб этишини таъкидлаб ўтиш зарур.

Узоқ муддатли хатарларни бошқаришда ИХТТнинг ролига алоҳида эътибор берилди³¹. ИХТТ савдо ва инвестиция соҳасида аъзо мамлакатлар фаолиятини мувофиқлаштирилишини олиб боради. ИХТТ дунёнинг барча мамлакатларни хатарлар бўйича даврий тарзда таснифлаб боради. ИХТТ хатарларини баҳолаш ҳам миқдорий (мамлакатнинг тўлов тарихи, мамлакатнинг молиявий аҳволи, мамлакатнинг иқтисодий аҳволи) ва кенгаш хулосаси билан сифат кўрсаткичларини баҳолашга асосланади. ИХТТ

³⁰ <https://www.miga.org/2020-annual-report>

³¹ Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD)

томонидан миқдорий баҳолаш инвестиция муносабатлари субъектларининг молиявий-иқтисодий ҳолатини баҳолаш учун миқдорий усуллардан фойдаланиш зарурлигини тасдиқлайди.

Трансчегаравий инвестицион хатарларни кўриб чиқишда инвестициялар учун кафолатларни тақдим этиш бўйича АҚШ тажрибаси ҳам алоҳида эътиборга моликдир, чунки трансчегаравий хатарларни бошқариш бўйича АҚШ тажрибаси ўзига хос прагматик мақсад ва вазифаларига асосланади. Махсус чет эл инвестиция компанияси (МЧЭИК)³² АҚШ трансчегаравий инвестиция фаолияти хатарларини баҳолайди ва ўз фаолиятини бир неча дастурлар орқали амалга оширади: 1) устав капиталга инвестициялар; 2) тузулмавий молиялаштириш (50 млн. АҚШ долл. дан ортиқ миқдорда); 3) сиёсий хатардан суғурталаш (асосан Африка, Осиё, Лотин Америка мамлакатлар); 4) техник қўллаб-қувватлаш (лойиҳа кўрсаткичларини МЧЭИК талаб даражасига кўтариш). Кафолатлар олиш учун инвестиция лойиҳалари куйидаги жиҳатлар бўйича текширилади: 1) иқтисодий ўсиш (масалан, яхшиланган инфратузилма ва даромад олиш, солиқ тушумлари, ишчи ўринлари яратиш); 2) инновация (яъни, инновацияларни яратиш, амалга ошириш ва қабул қилувчи мамлакатда бизнес муҳитида янгиликларни тарқатиш); 3) қамровлилик даражаси (лойиҳани амалга оширишдан қишлоқ аҳолиси, аёллар, юқори ишсизлик мавжуд минтақалар, чекланган имкониятлар кишиларнинг манфаатлари ва ҳоказо).

Инвестицияларни жалб қилишнинг халқаро тажрибаси инвестицияларни қабул этувчи, киритувчи мамлакатлар ва бошқа манфаатдор томонларнинг учун инвестицион фаолият самарадорлигини оширишда давлат ва халқаро ташкилотлар фаол иштирокини назарда тутди.

Чет эл инвестициялари учун кафолатлар берилмаса, кўплаб ривожланаётган мамлакатлар иқтисодиётни ривожлантириш, ижтимоий ва экологик муаммоларни ҳал этиш ва бошқа лойиҳаларни амалга ошира олмаслигини таъкидланди. Ушбу ҳолат ва жаҳон амалиёти хатарларни бошқариш, умуман олганда, хатарларни босқичма-босқич камайтириш зарурлиги ҳақидаги муаллифнинг амалий тавсиялари асослилигини яна бир бор тасдиқлайди. Муаллиф мамлакат ва молиявий-иқтисодий хатарларни янада камайтиришга эришиш нафақат иқтисодиёт, молия ёки ташқи иқтисодий фаолият соҳасида, балки ижтимоий, маъмурий ва суд-ҳуқуқ соҳаларида ҳам туб ислоҳотларни амалга оширишни таклиф этади. Шу муносабат билан давлат бошқарувини амалга оширишда таркибий ва институционал ўзгаришлар биринчи ўринга чиқади.

Шу билан бирга, ушбу бобда муаллиф Ўзбекистоннинг молиявий-иқтисодий хатарини янада камайтириш масалаларига ҳам алоҳида эътибор берган. Капиталнинг хатари ва нархи доимо ўзаро боғлиқ: хатар даражаси қанчалик юқори бўлса, инвестиция капитали шунчалик қимматлашади, ва мамлакатнинг жозибадорлиги хорижий инвестор учун шунчалик паст бўлади.

³² Янги номланиши: «АҚШ халқаро ривожланиш молия корпорацияси».

Молиявий-иқтисодий хатарларни камайтириш чора-тадбирлари³³

№	I-Модел ўзгарувчилари	Чора-тадбирлар
I.	ЯИМ	– ЯИМни ошириш; – миллий даромадни тақсимлаш ва қайта тақсимлаш самарадорлигини ошириш; – юқори қўшилган қиймат яратувчи тармоқларни рағбатлантириш;
II.	Олтин-валюта захиралари	– соф экспортни юксалтириш; – олтинни қазиб олишни кўпайтириш; – хорижий инвестицияларни оқимини кўпайтириш; – мамлакатга пул трансфетини ошириш;
III.	Ташқи қарз нисбати	– мамлакат ЯИМга нисбатан ялпи ташқи қарз олишни оптималлаштириш; – давлат бюджетларида камомадни шакллантиришдан сақланиш; – бюджет тақчиллигини ташқи қарздорлик орқали молиялаштиришни истисно қилиш;
IV.	Инфляция индекси	– самарали аксинфляцион сиёсатни яратиш;
V.	Ялпи жамғарма	– асосий воситаларга (йўллар, таълим муассасалари ва бошқа инфратузилма) манзилли ва сифатли инвестициялар киритиш;
VI.	Охириги дефолт муддати	– узоқ муддат истикболда дефолт ҳолатини юзага келишини олдини олиш;

Бизнинг моделларимизда мамлакат хатарини 2 та таркибий қисмга бўлиш назарда тутилганлиги сабабли, муаллиф ижтимоий-сиёсий хатарни камайтириш чораларини ҳам тақлиф этади. 6-жадвалдан кўриниб турибдики, ижтимоий-сиёсий хатар давлат ҳокимияти органлари фаолиятида кўплаб «ноиқтисодий» соҳаларни такомиллаштиришни назарда тутди. Тадқиқот давомида қонун устуворлиги, ижтимоий-сиёсий барқарорлик, давлат ҳокимияти органлари фаолиятидаги ошкоралик, хусусий (шу жумладан, хорижий) тадбиркорларга нисбатан олиб борилаётган сиёсат каби муҳим жиҳатларга алоҳида эътибор қаратдик. Ҳисоб-китоблар 6-жадвалда келтирилган кўрсаткичларни узоқ муддатда яхшилаш мумкинлигини кўрсатди. Тадқиқотда биз таъкидладик-ки, қисқа муддатда дунёнинг ҳеч бир мамлакатада бу соҳада сезиларли яхшиланишлар кузатилмаган. Бундан келиб чиқади, ижтимоий-сиёсий хатарлар соҳасида узоқ муддатли

³³ 1-Модел асосида муаллиф томонидан ишлаб чиқилди.

мақсадларни белгилаш – мамлакатимизга хорижий инвестицияларни жалб этиш сиёсатининг муҳим ва ажралмас қисмидир.

Муаллиф томондан хатарларни камайтириш бўйича чора-тадбирларни таҳлил этилди, ва кредит рейтинги юқори бўлган мамлакатлар рейтинги паст кўрсаткичга эга мамлакатларга қараганда бўлажак инвесторлар учун ишончли ва барқарор, деган хулосага келинди.

6-жадвал

Ижтимоий-сиёсий хатарларни камайтириш чора-тадбирлари³⁴

№	I-Модел ўзгарувчилари	Чора-тадбирлар
VII.	Самарали бошқарув индекси	<ul style="list-style-type: none"> – давлат ҳокимияти институтлари фаолиятини такомиллаштириш ва давлат институтларининг мақсад ва вазифаларини жамиятнинг умумий манфаатларига бўйсундириш; – давлат бошқаруви самарадорлиги ва ошқоралигини таъминлаш, кўрсатилаётган давлат хизматлари сифатини ошириш; – мамлакатда ижтимоий ва сиёсий барқарорликни таъминлаш; – қонун устуворлигини ва ижроси таъминлаш; – суд ва арбитраж тизимининг сифатини яхшилаш; – мамлакатда хусусий бизнесни (шу жумладан, хорижий бизнесни) қўллаб-қувватлаш бўйича давлат изчил сиёсатини жорий этиш; – мамлакат аҳолисининг давлат ҳокимияти органлари вакиллари танлашда иштирок этиши учун имкониятлар яратиш.

Ўзбекистоннинг ҳозирги ижтимоий, молиявий ва иқтисодий тизимида молиявий, иқтисодий ва мамлакат хатарларини бошқариш масалалари узоқ муддатли (стратегик) мақсадларни белгилаб олингандан сўнг ҳал қилиниши кераклиги ва бу масалалар қисқа муддатда ҳал этилмас эканлиги таъкидланди. 1-моделга бир неча таъсир этувчи омил мавжудлиги туфайли хатарларни бошқариш самарадорлиги тизимли ёндашув асосида амалга оширилиши лозимлиги кўрсатилди. Муаллиф томонидан тақдим этилган моделга асосланиб, Ўзбекистоннинг молиявий-иқтисодий хатарни янада камайтириш учун юқорида келтирилган соҳаларни янада такомиллаштириш мақсадга мувофиқ, деб ҳисоблаймиз.

Юқоридаги жадвалдан кўриниб турибдики, кўп ўзгарувчиларни қисқа ёки ҳатто ўрта муддатда яхшилаш имкони мавжуд эмас.

Умумий мақсадни белгилаш ва Ўзбекистонда мамлакат хатарини камайтириш бўйича тегишли мақсадларни ишлаб чиқиш ҳамда бу борадаги изчил сиёсат, албатта, Ўзбекистон мамлакат хатари даражасининг босқичма-босқич яхшиланишига олиб келиши мумкин. Молиявий-иқтисодий хатарларнинг ва умуман, мамлакат хатарларнинг камайиши Ўзбекистонга келажакда хорижий инвесторларга маълум имтиёз ва преференциялар беришдан воз кечиш имконини беради.

³⁴ 1-Модел асосида муаллиф томонидан ишлаб чиқилди.

Илмий ишда муаллиф мамлакат инвестиция жозибадорлиги билан боғлиқ хорижий олимлар хулосаларини тасдиқлади: Ўзбекистоннинг инвестицион жозибадорлиги кўп жиҳатдан трансмиллий компанияга ёки инвестиция киритувчи мамлакатга эмас, балки инвестицияларни қабул этувчи мамлакатнинг ўзига боғлиқ. 1-моделда кўриб чиқилган омилларнинг (ўзгарувчиларнинг) аксарияти мамлакатга тегишли бўлган ички омиллар ҳисобланиб - уларни тегишли давлат ҳокимияти органларини жалб қилган ҳолда аниқ соҳаларда ислохотларни амалга ошириш орқали уларни ҳар доимо такомиллаштириб бориш мумкин (5-жадвал).

2-модель шуни кўрсатдики, халқаро молиявий-иқтисодий ва сиёсий конъюнктура капитал қийматига (жумладан, ТТХИга) тўғридан-тўғри таъсир кўрсатади. Муаллиф шуни аниқ кўрсатдики, капиталнинг фоиз ставкаси ўзгариши дунёнинг молия бозоридаги ўзгаришлар натижасида ҳам содир бўлиши мумкин. Бундан ташқари, муаллиф юқори технологик даражасига ТТХИ алоҳида эътибор қаратди: кўпроқ илғор технологиялар қўллаётган ТТХИ юқори фоиз ставкаларда жалб қилиниши мумкин, шунинг учун ҳам улар батафсил ўрганишлиши ва уларга эса имтиёзлар ва преференциялар кенг кўламда тақдим этилиши талаб этилади.

Хулоса қилиб айтганда, муаллиф Ўзбекистоннинг давлат облигациялари бўйича узок муддатли кредит рейтингини Ўзбекистоннинг иқтисодиёт, молия, ижтимоий ва сиёсий ҳаёти соҳасидаги чора-тадбирлар мажмуи муваффақиятининг омили бири сифатида кўриб чиқишни таклиф қилади.

ХУЛОСА

Диссертация тадқиқоти жараёнида диссертант бир қанча хулоса ва таклифларни шакллантирди. Шулардан асосийлари қуйидагилардан иборат:

1. Хорижий инвестициялар технологик иккиламчи таъсирга, аҳоли фаровонлигининг ўсишига, экологик муаммоларни ҳал этишга кўмаклашади, аммо у инвестиция жараёнининг барча иштирокчиларининг (қабул этувчи мамлакат, инвестицияларни киритувчи мамлакат, трансмиллий компаниялар, халқаро институтлар ва бошқалар) ўзаро мувофиқлаштирилган фаолияти натижасидир. Бунда асосий рол инвестицияларни қабул этувчи мамлакатга берилади.

2. Инвестиция соҳасида халқаро қонунчиликнинг жорий этилиши нафақат Ўзбекистоннинг инвестицион жозибадорлигини, балки умуман ишбилармонлик муҳитини яхшилашда ҳам муҳим ижобий омил бўлиб хизмат этади. Жумладан, «Халқаро инвестициялар ва трансмиллий компаниялар тўғрисида» ИХТТ декларациясининг ратификация қилиниши ва амалга оширилиши бўлажак Европа Иттифоқининг инвесторларнинг бизнинг иқтисодиётига бўлган ишончини сезиларли даражада оширади.

3. Ўзбекистон Республикасининг амалдаги қонунчилиги инвестиция соҳасидаги низоларни халқаро арбитраж орқали ҳал этиш ҳуқуқини таъминлайди. Бу эса муҳим афзаллик бўлиб, Ўзбекистон ёки чет

элдаги низоларни ҳал этиш учун хорижий инвесторларга низоларни адолатли ҳал этиш имкониятини яратиб беради.

4. Молиявий, иқтисодий ва ижтимоий-сиёсий хатарларга таъсир этувчи (экзоген) омилларнинг батафсил ўрганилиши шуни кўрсатдики, Жаҳон Банки, ИХТТ каби халқаро институтларнинг, шунингдек, Moody's, S&P рейтинг агентликларнинг кўрсаткичлари ва молия бозорлари индексларидан фойдаланиш мақсадга мувофиқдир.

5. Ташқи иқтисодий, молиявий, олтин-валюта захираларига ва бошқа соҳаларидаги кўрсаткичларнинг ўзгариш динамикасини ўрганиш натижаси шуни кўрсатдики, 2021 йил даврида молиявий-иқтисодий хатарларда сезиларли салбий ўзгаришлар кутилмайди. Ижтимоий-сиёсий хатарлар соҳасида эса ижобий ўзгаришлар кутилмоқда.

6. Регрессион таҳлил шуни кўрсатдики, молиявий, иқтисодий ва ижтимоий-сиёсий хатарлар узоқ муддатдагина сезиларли даражада яхшиланиши мумкин. Шунинг учун ҳам, молиявий-иқтисодий хатарни бошқаришда мақсад ва вазифаларни фақат узоқ муддатга белгилаш мақсадга мувофиқдир; қисқа муддатда эса хатарларни камайтириш имкони мавжуд эмас.

7. Таркибий ислохотлар орқали молиявий-иқтисодий ва ижтимоий-сиёсий хатарни камайтириш мумкинлиги кўрсатилди. Давлат органларида, қонун чиқарувчи, ижро этувчи ва бошқа «ноиқтисодий» соҳаларда тизимда мавжуд бўлган нафақат иқтисодий, балки институционал муаммоларни ҳал қилиш учун комплекс чора-тадбирлар инвестицион жозибадорликни яхшилашга ва хатарларни мўтадиллаштиришга ёрдам беради.

8. Инвестицияларни қабул этувчи мамлакатлар хатарларни баҳолаш учун сунъий нейрон тармоғи (сунъий интеллект) усулидан фойдаланиш имкониятини бу соҳадаги мавжуд истиқболли тенденцияларни ҳисобга олган ҳолда кўриб чиқиш таклиф этилади.

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

НАМАНГАНСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ

АЗИЗОВ АЗИЗБЕК САБИТХАНОВИЧ

**СНИЖЕНИЕ ФИНАНСОВО-ЭКОНОМИЧЕСКОГО И СТРАНОВОГО
РИСКОВ В ПРИВЛЕЧЕНИИ ПРЯМЫХ ИНОСТРАННЫХ
ИНВЕСТИЦИЙ**

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 (PhD) по экономическим наукам вошла в список В2020.4.PhD/Iqt1576 Высшей аттестационной комиссии при Кабинете Министров Республики Узбекистан.

Диссертация выполнена в Наманганском государственном университете.

Автореферат диссертации на трёх языках (русский, узбекский, английский (резюме)) размещён на веб-странице (<http://www.tfi.uz>) и на информационно-образовательном портале «ZiyoNet» по адресу (<http://www.ziyounet.uz>).

Научный руководитель: Хайдаров Низамиддин Хамраевич
доктор экономических наук, профессор

Официальные оппоненты: Маликов Тохир Сатторович
Доктор экономических наук, профессор
Хамидуллин Михаил Борисович
Доктор экономических наук, профессор

Ведущая организация: Ташкентский государственный экономический университет

Защита диссертации состоится «26» 11 2021 года в 16⁰⁰ часов на заседании Научного совета DSc.03/30.12.2019.1.17.01 при Ташкентском финансовом институте. Адрес: 100000, город Ташкент, проспект Амира Тимура, 60А. Тел.: (+99871) 234-53-34; факс: (+99871) 234-46-26, e-mail: admin@tfi.uz.

С диссертацией можно ознакомиться в Информационно-ресурсном центре Ташкентского финансового института (регистрационный № 222). Адрес: 100000, г. Ташкент, проспект Амира Темура, 60А. Тел.: (99871) 234-53-34; факс: (99871) 234-46-26; e-mail: admin@tfi.uz

Автореферат диссертации разослан «16» 11 2021 года.
(протокол рассылки № 49 от 16 11 2021 года).



Т.З. Тешабасев

Председатель научного совета по присуждению учёных степеней, доктор экономических наук, профессор

Ф.К. Холмаматов

Учёный секретарь научного совета по присуждению учёных степеней, доктор философии по экономике (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. Прямые иностранные инвестиции играют важную роль в развитии экономики как развитых, так и развивающихся стран мира: во многом они определяют основы экономического развития, содействует выявлению перспективных направлений модернизации и диверсификации экономики. Более того, прямые иностранные инвестиции способствуют ускорению темпов социально-экономического развития, внедрению новых форм корпоративного управления, развитию малого бизнеса и частного предпринимательства, расширению экспортного потенциала, повышению занятости и развитию конкурентоспособности продукции на местном и международном уровнях. Несмотря на достигнутые положительные результаты за последние десятилетия, возникшая ситуация, связанная с эпидемией вируса COVID-19, по оценкам экспертов, «может привести к рецессии в некоторых странах и к снижению глобального ВВП на 4,3»%¹. Ввиду пандемии сократятся объёмы потоков прямых иностранных инвестиций (ПИИ): эксперты Организации конференции ООН по торговле и развитию (ЮНКТАД) прогнозируют падение спроса на инвестиции в ценные бумаги и в добывающую промышленность. Ожидается, что ПИИ резко сократится с почти \$1,5 трлн. до уровня менее чем \$1 трлн. При этом существенно могут пострадать вливания ПИИ именно в развивающиеся страны, которые сильно зависят от ПИИ из развитых стран. В связи с этим, «странами мира предпринимаются особые усилия по привлечению ПИИ для поддержания роста национальных экономик»².

В международной практике встречаются множество исследований в сфере трансграничных инвестиционных рисков, по обеспечению инвестиционных гарантий ПИИ, развитию новых алгоритмов и методов исчисления степени рисков. Современные исследования в сфере иностранных инвестиций в мире отражают востребованность и необходимость постоянного улучшения всего механизма привлечения иностранных инвестиций ввиду всё более жёсткой конкуренции среди стран за передовые технологии транснациональных компаний. Проведённые эмпирические исследования показывают, что страны-реципиенты иностранных инвестиций (в особенности, ПИИ) должны сами выстраивать эффективный механизм привлечения иностранных инвестиций, а не возлагать большие надежды на международные институты. Оттого «финансово-экономический и страновой риски, воздействующие на ПИИ, должны рассматриваться, как важное звено, смягчение которого приведёт всеобщему улучшению инвестиционной среды нашей страны».³

¹ <https://unctad.org/news/covid-19s-economic-fallout-will-long-outlive-health-crisis-report-warns>

² <https://unctad.org/annualreport/2019/Pages/index.html>

³ Pereira C. & Teles V. Political Institutions, Economic Growth, and Democracy: The Substitute Effect [online] // The Brookings Institution. - The Brookings Institution, 19.01.2017. - <https://www.brookings.edu/opinions/political-institutions-economic-growth-and-democracy-the-substitute-effect/>.

В Узбекистане проводится целенаправленная и масштабная работа по дальнейшему усилению защиты прав частной собственности, стимулированию развития малого бизнеса и частного предпринимательства; реформированию всей системы свободных экономических (СЭЗ) и малых промышленных зон (МПЗ); производству и экспорту наукоёмких товаров. «Необходимо внедрять в производство современные технологии, осуществлять новые инвестиционные проекты, расширять ассортимент и повышать качество продукции, более эффективно использовать имеющиеся мощности... мы должны задействовать все наши возможности и ресурсы для развития системы кластеров и кооперации в металлургической и газохимической промышленности, в таких отраслях сельского хозяйства, как производство продовольственной продукции, плодоовощеводство, рыбоводство, животноводство...».⁴ Актуальность тематики данной научной работы обусловлена возможностью использования научных предложений и практических рекомендаций, которые могут быть использованы в качестве дополнительных мер для достижения целей и исполнения задач, поставленных в государственных программах по улучшению инвестиционного климата.

Диссертационная работа будет играть определённую роль в реализации задач, отраженных в законах, указах и постановлениях Республики Узбекистан, таких как «Об инвестициях и инвестиционной деятельности» №ЗРУ-598 от 9 декабря 2019 г., «О мерах по дальнейшему совершенствованию механизмов привлечения прямых иностранных инвестиций в экономику республики» №ПП-4300 от 29 апреля 2019 г., «О Стратегии действий по дальнейшему развитию Республики Узбекистан» УП-4947 от 07 февраля 2017, «О дополнительных мерах по стимулированию привлечения прямых иностранных инвестиций» №УП-4434 от 10 апреля 2012 г., «Об улучшении позиций Республики Узбекистан в международных рейтингах и индексах, а также внедрении нового механизма системной работы с ними в государственных органах и организациях» № УП-6003 от 2 июня 2020 г., и других нормативно-правовых актов об инвестиционной деятельности, и направлено на формирование представлений по определению, оценке и снижению рисков на практике.

Соответствие исследования с приоритетными направлениями развития науки и технологии республики. Диссертационное исследование выполнено в рамках и соответствии с приоритетным направлением развития науки и технологий Республики I. «Духовно-нравственное и культурное развитие демократического и правового общества, формирование инновационной экономики».

⁴ Мирзиёев Ш.М. Ўзбекистон Республикаси Президенти Шавкат Мирзиёевнинг мамлакатимиз тадбиркорлари билан очик мулоқот шаклидаги учрашувда сўзлаган нутқи. – Тошкент: Ўзбекистон Ахборот агентлиги, 2021.

Степень изученности проблемы. В настоящее время к проблематике измерения и снижения инвестиционных рисков проявляется большой интерес со стороны широкого круга учёных и специалистов, которые занимаются разработкой теоретических и методологических основ данного процесса. В зарубежной практике активно используется внедрение различного рода рейтингов и индексов, которые прямо или косвенно информируют об уровне финансово-экономического и странового рисков или инвестиционной привлекательности национальной экономики.

Проблемы и вопросы рисков инвестиции нашли отражение в научных работах зарубежных учёных: Ф. Абдуллах, Т. Агмон, Дж. Дитрих, Б. Аиткен, А. Харрисон, Дж. Кантвел, Г. Федер, Р. Джаст, Дж. Цитрон, Г. Никелсбург, М. Улубашоглу, А. Зенаиди и Э. Кларк, В. Клайн, М. Бломштрём, К. Миллер, Дж. Морган, С.Хаймер⁵ В работах отечественных учёных также представлены научные изыскания касательно тематики иностранных инвестиций: А.В.Вахабов, Ш.Х.Хажобаев, Х.Х.Имомов, А.Ш.Бекмуродов, Х.М.Шеннаев, Н.А.Галаева, Б.М.Махмудов, С.Э.Элмирзаев, Ж.Я.Исаков, Ф.Батиров⁶ и другие представители научного сообщества.

В исследованиях экономистов и специалистов подробно изучалось понятие «страновой риск». Однако такие важные аспекты, как взаимосвязанность между «страновым риском», «финансово-экономическим» и «социально-политическим риском» не изучены в полной

⁵ Abdullah F.A. Development of an Advance Warning Indicator of External Debt Servicing Vulnerability. [Journal] // Journal of International Business Studies. - [s.l.] : Palgrave Macmillan, 1985. - 3 : Vol. 16. - pp. 135-141. - Springer Verlag - Heidelberg. - ISSN: 0047-2506; Agmon T. & Dietrich J.K. International Lending and Income Redistribution: An Alternative View of Country Risk [Journal] // Journal of Banking and Finance. - Amsterdam: Elsevier, 1983. - 4 : Vol. 7.; Aitken B. & Harrison A. Do Domestic Firms Benefit From Direct Foreign Investment? Evidence From Venezuela [Journal] // American Economic Review. - California : [s.n.], 1999. - 3 : Vol. 89.; Cantwell J. Technological Innovation and Multinational Corporations [Book]. - USA : Blackwell Publishers, 1989. - Vol. 1. - ISBN: 0631138471; Feder G. & Just R.E. A Study of Debt Servicing Capacity Applying Logit Analysis [Journal] // Journal of Development Economics. - [s.l.] : Elsevier, 1977. - 1 : Vol. 4. - pp. 25-38. - ISSN: 0304-3878; Citron J.T. & Nickelsburg G. Country Risk and Political Instability [Journal] // Journal of Development Economics. - 1987. - 2 : Vol. 25.; Clark E. Evaluating country risks for international investments : tools, techniques and applications [Book]. - Singapore : Singapore World Scientific Publishing Co., 2018. - Vol. 1.; Doucouliagos H. & Ulubasoglu M. Democracy and Economic Growth: A meta-analysis. [Journal] // American Journal of Political Science. - Geelong : Wiley, 2006. - 1 : Vol. 52. - ISSN: 0092-5853; Frank C.R. & Cline W.R. Measurement of Debt Servicing Capacity: An Application of Discriminant Analysis. [Journal] // Journal of International Economics. - Wisconsin : University of Wisconsin. - 3 : Vol. 1.; Blomström M. Foreign Investment and Spillovers [Journal]. - 1989 : Routledge, London. - 1 : Vol. 22.; Miller K.D. A Framework for Integrated Risk Management in International Business [Journal] // Journal of International Business Studies. - London : Palgrave Macmillan, 1992. - 2 : Vol. 23. - pp. 311-331. - Springer Verlag. - ISSN: 0047-2506.; Morgan J.B. A New Look at Debt Rescheduling Indicators and Models. [Journal] // Journal of International Business Studies. - Heidelberg : Palgrave Macmillan, 1986. - 2 : Vol. 17. - pp. 37-54. - Springer Verlag (Niederlassung - Heidelberg). - ISSN: 0047-2506.; Hymer S. The International Operations of National Firms: A Study of Direct Foreign Investment PhD Dissertation // PhD Dissertation. - Cambridge, USA : The MIT Press, 1976. - Vol. 1.

⁶ Вахабов А.В. Хажобаев Ш.Х., Муминов Н.Г. Хорижий инвестициялар. - Тошкент : Молия-Иқтисод, 2010. - Т. 1 : 1. - Ўқув қўлланма.; Имомов Х. Х. Инвестицияларни ташкил этиш ва молиялаштириш. - Тошкент : Иқтисодиёт-Молия, 2010. - Т. 1 : 1. - Ўқув қўлланма.; Шеннаев Х.М., Очилов И.К., Ширинов С.Э, Кенжаев И.Г. Суғурта иши. - Тошкент : «Иқтисод-Молия», 2014. - Т. 1 : 1. - Ўқув қўлланма.; Галаева Н. А., Махмудов Б. М. Международные экономические отношения. - Ташкент : «Иқтисод-Молия», 2003. - Т. 1 : 1. - Учебное пособие.; Elmirezayev S. Korporativ moliyada xorijiy kapitalni jalb etish // Darslik: Korporativ Moliya / muh. Elmirezayev S. Toshkent: Iqtisod-Moliya, 2019. В. 140-150.; С.Элмирзаев, Ж.Исаков, Ф.Батиров. Финансовый менеджмент. - Ташкент: Издательство «Иқтисодиёт-Молия», 2019. - Т. 1 : 1. - Учебник.

мере. Оценка рисков и смягчение их влияния на процентную ставку не были досконально изучены на примере инвестиционного климата Узбекистана. Данное положение обуславливает выбор темы данной диссертации и определение соответствующих задач исследования.

Связь диссертационного исследования с планами научно-исследовательских работ высшего образовательного или научно-исследовательского учреждения, где выполнена диссертация. Данная диссертационная работа включена в план научно-исследовательских работ Наманганского государственного университета и выполнена в рамках научных исследований по теме «Модернизация экономики, инновационный прогресс, развитие человеческого капитала».

Цель исследования диссертационной работы состоит в изучении и развитии методов, а также разработке практических предложений по совершенствованию механизма для снижения странового и финансово-экономического рисков.

Задачи исследования состоят из следующих:

обосновать необходимость в привлечении прямых инвестиций в экономику страны;

рассмотреть международные и национальные законодательные основы по предоставлению гарантий иностранным инвесторам;

проанализировать происхождение, определение и классификацию финансово-экономического и странового рисков;

произвести анализ современной литературы и зарубежного опыта в целях определения взаимосвязи между рисками и конкретными переменными моделями;

разработать авторское определение терминам «страновой риск», «финансово-экономический риск»;

определить и проанализировать модель взаимосвязи между переменными и кредитным рейтингом страны с целью применения на примере Узбекистана;

определить и проанализировать процентную ставку, применимую к капиталу ПИИ в зависимости степени риска инвестиций;

Объектом исследования являются финансово-экономический и страновой риски, характерные для прямых иностранных инвестиций Узбекистана.

Предметом исследования выступает совокупность экономических отношений и эконометрических моделей для определения финансово-экономического и странового рисков и их минимизации.

Методы исследования. В диссертации автор использовал следующие методы: графический, абстрактно-логический, экономико-статистический, расчётно-конструктивный, рейтинговая оценка, группирование, сравнение, научное мышление, дедукция, моделирование и метод представления научных результатов.

Научная новизна исследования заключается нижеследующем:

предложен метод расчета странового инвестиционного риска с использованием таких показателей, как политическая стабильность, верховенство закона и критериев эффективности государства;

обосновано, что повышение государственного кредитного рейтинга с "BB" до "BBB" приведет к снижению годовой процентной ставки иностранного капитала, привлекаемого в предприятия реального сектора, на 3,3 процента;

определено, что улучшение показателей валютных резервов, инфляции и уровня внешней задолженности на 1 процент приведет к снижению риска на 0,17 процента;

определено, что процентная ставка капитала по прямым иностранным инвестициям напрямую связана с котировками на международном рынке капитала.

Практические результаты исследования состоят из следующих:

разработаны практические рекомендации по дальнейшему улучшению инвестиционной привлекательности и снижения как финансово-экономического, так и странового рисков;

обосновано влияние мировых финансовых рынков на процентную ставку, применимую к инвестиционным проектам;

обоснована необходимость институциональных изменений в повышении инвестиционной привлекательности страны;

была произведена комплексная оценка влияния странового, финансово-экономического и социально-политического рисков на кредитный рейтинг государства.

Достоверность результатов исследования подтверждается путем использования данных из официальных источников (Госкомстат Узбекистана, Международный Валютный Фонд, Всемирный Банк, ЦБ Узбекистана), передового зарубежного опыта, методов и материалов, а также применения математических и статистических методов проверки эффективности результатов.

Научная и практическая значимость исследования. Научная значимость полученных результатов состоит в том, что они могут быть использованы в процессе проведения научных исследований, направленных на улучшение как теоретических, так и методологических основ определения уровня инвестиционных рисков.

Практическая значимость результатов исследования определяется тем, что использование практических предложений и рекомендаций в деятельности государственных органов, ответственных за привлечение иностранных инвестиций, может привести к существенному улучшению инвестиционной привлекательности страны.

Внедрение результатов исследования. На основе результатов исследования по снижению странового и финансово-экономического рисков в привлечении ПИИ:

были внедрены улучшенные методы с использованием индикаторов, необходимых для смягчения странового риска (Политическая стабильность и отсутствие насилия / терроризма, Эффективность правительства, Нормативное качество, Верховенство закона, Индекс голоса и ответственности, Борьба с коррупцией) (Справка о внедрении №02-08/00885 Министерства инвестиций и внешней торговли Республики Узбекистан от 27 января 2021 г.). Обосновано, что улучшение вышеуказанных индикаторов на 1,0 процент приведёт к снижению странового риска на 0,83 процента;

был внедрен метод с использованием эконометрических исчислений, где показан, как суверенный кредитный рейтинг Узбекистана непосредственным образом влияет на процентную ставку, применимую к инвестиционным проектам в стране (Справка о внедрении №02-08/00885 Министерства инвестиций и внешней торговли Республики Узбекистан от 27 января 2021 г.). Повышение кредитного рейтинга страны с ВВ до ВВВ позволит снизить стоимость капитала ПИИ на 3,3 процента, что даст возможность сэкономить процентные выплаты на \$33 млн. на \$1 млрд. иностранных инвестиций;

были предложены пути смягчения финансово-экономического и странового рисков Республики Узбекистан через улучшение показателей золотовалютных резервов, снижения уровня инфляции и уровня внешнего заимствования страны (Справка о внедрении №02-08/00885 Министерства инвестиций и внешней торговли Республики Узбекистан от 27 января 2021 г.). Указаны пути улучшения указанных индикаторов, при снижении таковых на 1,0 процент приведет к снижению странового риска на 0,17 процентов;

было обосновано, что индексы на международном рынке капитала непосредственно влияют на стоимость привлекаемого капитала ПИИ в Узбекистан (Справка о внедрении №02-08/00885 Министерства инвестиций и внешней торговли Республики Узбекистан от 27 января 2021 г.). На основании рекомендации были представлены расчётные процентные ставки по инвестиционному капиталу в зависимости от отраслей экономики.

Апробация результатов исследования. Результаты данного исследования обсуждены на 3 конференциях республиканского и 2 конференциях международного уровней.

Публикация результатов исследования. По тематике диссертации были опубликованы итого 8 статей, в том числе: 1 статья – в иностранном издании, 4 статьи – в изданиях, рекомендованных Высшей аттестационной комиссией Республики Узбекистан.

Структура и объем диссертации. Диссертация состоит из введения, трёх глав, выводов и заключения, списка использованной литературы и приложений. Диссертация изложена на 111 страницах.

ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ РАБОТЫ

Во введении обоснована актуальность темы и степень разработанности исследования, представлены цели и задачи, предмет и объект, теоретическая и методологическая основа исследования, выдвинутые гипотезы, перечислены выносимые на защиту положения и научная новизна, теоретическая и практическая значимость исследования и его апробация, а также степень достоверности и апробация результатов.

В первой главе **«Концептуальные основы привлечения иностранных инвестиций»** обоснована необходимость в привлечении иностранных инвестиций, его роль в развитии страны. Задачами первой главы являются: раскрыть сущность и значение прямых иностранных инвестиций; сделать теоретический анализ происхождения, определения, классификации рисков; представить основы построения статистических моделей в целях изучения и развития методов управления рисками, а также разработки практических предложений по совершенствованию механизма для снижения странового и финансово-экономического рисков.

В ходе проведения исследования автором приведены научные работы, обосновывающие положительные стороны ПИИ в процессе наращивания экспортной конкурентоспособности, росту благосостояния общества, повышению конкуренции на внутренних рынках и т.д. Автором подробно рассмотрены требования международного и национального законодательства в сфере трансграничной инвестиционной деятельности. Результаты исследования показывают, что внедрение международного законодательства в сфере инвестиций является положительным фактором в улучшении не только инвестиционной привлекательности Узбекистана, но и улучшения бизнес среды в целом.

В главе автором уделено особое внимание понятию «прямых иностранных инвестиций». Согласно Закону Республики Узбекистан «Об инвестициях и инвестиционной деятельности»⁷, «прямые иностранные инвестиции» – это инвестиции за счёт собственных или заёмных средств иностранного инвестора на условиях несения риска, без гарантий правительства. Согласно А.Ш. Бекмуродова и др., ПИИ – это «прямой экспорт капитала, который даёт инвестору право контроля над предприятием» и при этом «предприятие становится зарубежной дочерней компанией основной [материнской] компании»⁸. А.В.Вахабов и др. утверждают, ПИИ – это долгосрочное вложение иностранного капитала, которое позволяет инвестору владеть полным [пакетом] или хотя бы 10 процентом доли фирмы или капитала акционеров, ввиду которого обеспечивается всесторонний контроль над хозяйственной деятельностью»⁹.

⁷ Закон Республики Узбекистан «Об инвестициях и инвестиционной деятельности». г. Ташкент, 25.12.2019 г., №ЗРУ-598 // www.lex.uz

⁸ Бекмуродов А.Ш., Карриева Я.К., Нематов И.У., Набиев Д.Х., Каттаев Н.Т. Хорижий инвестициялар [Китоб]. - Тошкент : Иқтисодиёт. - Т. 1 : 1. – Ўқув қўлланма.

⁹ Вахабов А.В. Хажибаев Ш.Х., Муминов Н.Г. Хорижий инвестициялар. - Ташкент : «Иқтисод-Молия», 2010. - Т. 1 : 1. – Ўқув қўлланма.

Автор в научной работе предлагает понимать под термином «прямые иностранные инвестиции», в первую очередь, вложение в иностранное предприятие посредством обеспечения частичного или полного контроля над его хозяйственной деятельностью.

В научной работе автором были рассмотрены различные версии трактовки термина «страновой риск». Д. Мельдрум¹⁰ предлагал использовать следующее определение в отношении понятия «странового риска»: «...все коммерческие сделки сопряжены с определённой степенью риска. Когда коммерческие сделки осуществляются через международные границы, они несут в себе дополнительные риски, отсутствующие в местных сделках. Эти дополнительные риски, называемые «страновыми рисками», обычно включают риски, возникающие в результате национальных различий в экономических структурах, политике, социально-политических институтах, географии и валютах...». А. Бекмуродов и др.¹¹ в своей работе предлагают понимать под данным термином совокупность различных факторов инвестиционного климата страны (и это в своей основе не противоречит другим трактовкам): «...инвестиционный климат [страны] – это совокупность социально-экономических, финансовых и политических факторов, определяющих привлекательность инвестиций и уровень рисков». Автор в научной работе предлагает под термином «страновой риск» понимать «неопределённость, связанная с инвестированием капитала на территории иностранного государства и степень, в которой эта неопределённость может привести к потерям активов для инвестора», а термин «финансово-экономический риск» предлагается понимать в качестве риска, который является «составной частью странового риска и непосредственно связан с финансово-экономической конъюнктурой страны-реципиента».

В ходе исследовательской работы были рассмотрены «технологические переливы» ПИИ по таким странам как: Австралия, Канада, Мексика, Марокко, Венесуэла и Китай. Накопленный опыт стран по привлечению ПИИ указывает на то, что страны-реципиенты ПИИ очень сильно различаются по культурным, образовательным, социальным и по прочим характеристикам, что делает невозможным одинаково успешное инвестирование во всех странах и добиваться намеченных целей. В этой связи, успешность внедрения ПИИ в экономику Узбекистана в большей мере определяется политикой государства в отношении ПИИ и в отношении внедрения новых технологий и науки в экономику. Исходя из этого, мы сделали вывод, государственная политика в сфере ПИИ должна решать задачи успешного привлечения и внедрения ПИИ в отрасли экономики, исходя из долгосрочных стратегических целей страны. В научной работе нами было отмечено, трансграничные инвестиции производятся в форме

¹⁰ Meldrum D.H. Country Risk and Foreign Direct Investment. [Journal] // Journal of Business Economics. - Berlin : Springer, 2000. - 1 : Vol. 35. - ISSN: 0148-6195.

¹¹ Бекмуродов А.Ш. Карриева Я.К., Нематов И.У., Набиев Д.Х., Каттаев Н.Т. Хорижий инвестициялар. - Тошкент : Иктисодиёт. - Т. 1 : 1. – Ўқув қўлланма.

иностранных портфельных инвестиций (ИПИ) или ПИИ. Если ПИИ обычно предполагают участие в управлении и создании совместных предприятий, передаче технологий и экспертных знаний, то ИПИ предполагают лишь передачу денежного капитала на определенный срок. ИПИ предполагают лишь «пассивные» инвестиции в ценные бумаги государства, организации или предприятия. Согласно С. Элмирзаеву¹² к недостаткам привлечения ИПИ можно отнести следующие свойства:

- наличие серьёзных требований к дебитору по раскрытию информации;
- распространение иностранной юрисдикции на местные компании;
- высокая стоимость услуги по оформлению документов выпуска

ДОЛГОВЫХ
 обязательств на иностранном рынке ценных бумаг или документов по оформлению банковских кредитов;

- необходимость получения кредитного рейтинга от рейтинговых агентств;

- временные затраты на размещения ценных бумаг на рынках;
- возникновение валютного риска и прочее.

Для конкретизации области исследования автором использовалась классификация Д.Мельдрум¹³ на основе 4-х различных типов инвестиций:

- ПИИ (частного сектора на долгосрочной основе);
- краткосрочные финансовые инвестиции частного сектора;
- краткосрочные кредиты для государств
- долгосрочные кредиты для государств.

Нами предлагается детально изучить страновой риск и разделить его несколько групп (см. Рис. 1).

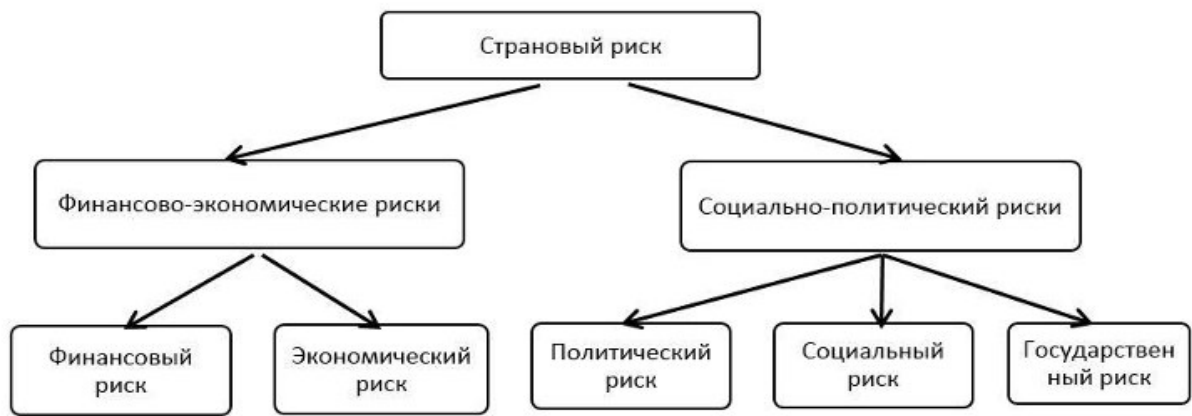


Рисунок 1. Классификация рисков страны¹⁴

Автором приводятся основные положения, которые используются в оценке страновых и финансово-экономических рисков в исследовательской

¹² Elmirezayev S. Korporativ moliyada xorijiy kapitalni jalb etish // Darslik: Korporativ Moliya / muh. Elmirezayev S. Toshkent: Iqtisod-Moliya, 2019. bb. 140-150.

¹³ Meldrum D.H. Country Risk and Foreign Direct Investment. [Journal] // Journal of Business Economics. - Berlin : Springer, 2000. - 1 : Vol. 35. - ISSN: 0148-6195.

¹⁴ Разработано автором.

работе. Посредством использования разработанных эконометрических моделей были вычислены рейтинговые оценки стран (например, Узбекистана); были определены степени странового и финансово-экономического рисков. Приведены основные формулы и постулаты для построения регрессионных моделей и доказательства поставленных гипотез.

Во-второй главе **«Анализ практики привлечения прямых иностранных инвестиций и оценки финансово-экономических рисков»** проведён анализ современного инвестиционного права Узбекистана, которое, в свою очередь, опирается на нормы международного инвестиционного права. Основные нормативные акты Узбекистана признают право иностранных инвесторов применять международные законодательные нормы, зарегистрированные в Международном центре по урегулированию инвестиционных споров¹⁵ (МЦУИС) и в Конференции ООН по Торговле и Развитию¹⁶(ЮНКТАД). Нами было отмечено, что внедрение международного законодательства в сфере инвестиций (в частности, ПИИ) является существенным положительным фактором в улучшении не только инвестиционной привлекательности Узбекистана, но и улучшения бизнес среды в целом. А именно, ратификация, исполнение международных договоров (Декларация о международных инвестициях и транснациональных компаниях ОЭСР), признание международного арбитража (ОЭСР, МЦУИС) существенно повысит доверие потенциальных иностранных инвесторов в нашу экономику. Проведён обзор существующей системы поддержки иностранных и местных инвесторов с широким спектром инструментов гарантий, льгот и привилегий в зависимости от отраслей, масштабов инвестиций и прочих факторов инвестиционной деятельности. Был произведён анализ классификации иностранных инвестиций, порядок их привлечения и прочие особенности, регламентированные в законодательстве Республики Узбекистан. Гибкость законодательства обеспечивается посредством дополнительных концессионных соглашений, заключаемых по решению Кабинета Министров¹⁷. Также рассмотрена особая роль Свободных экономических зон (СЭЗ) и малые промышленные зоны (МПЗ) в повышении инвестиционной привлекательности.

Проводится глубокое изучение факторов воздействия на инвестиционные риски с точки зрения построения эконометрических моделей. Модели по определению финансово-экономического и странового рисков дают чёткую картину о существующем риске и помогают разработать

¹⁵ МЦУИС основан в соответствии с Конвенцией по урегулированию инвестиционных споров между государствами и гражданами других государств («Вашингтонская конвенция»). Конвенция установила статус МЦУИС, его организационную структуру и основные функции. Конвенция была открыта подписана в марте 1965 г.

¹⁶ Конференция ООН по торговле и развитию (ЮНКТАД/UNCTAD) — это подразделение ООН, подчиняющиеся Генеральной Ассамблеи ООН. Организация была создана в 1964 году и находится в Женеве. На сегодняшний день членами этой организации являются 194 страны (в том числе, Узбекистан). Решения ЮНКТАД принимаются в форме резолюций и имеют рекомендательный характер.

¹⁷ Закон Республики Узбекистан «О государственно-частном партнерстве», г. Ташкент, 10.05.2019, №537 // www.lex.uz

рекомендации по их смягчению или снижению. Далее автором определена процентная ставка по стоимости капитала ПИИ.

Таблица 1

Описание моделей¹⁸

Модель I	Определение степени странового риска Узбекистана, а также факторов, воздействующих на неё. Разделение риска на финансово-экономический и социально-политический риски.
Модель II ¹⁹	Определение процентной ставки капитала ПИИ с учётом международной конъюнктуры на финансовых рынках.

В Модели I использовались следующие переменные: ВВП на душу населения, Золотовалютные резервы (ЗР), Индекс эффективного управления (ИЭУ), Классификация экономики страны (КЭС)²⁰, Коэффициент внешний долга (КВД), Индекс инфляции (ИИ)²¹, Давность последнего дефолта (ДД), Валовое накопление основного капитала (НК). По некоторым из этих показателей приведена динамика изменений за последние годы в разрезе стран Центральной Азии. Результаты регрессии представлены ниже в Таблице 2.

Модель была построена на основании данных за 4 года. Она показала стабильно высокие значения по коэффициенту корреляции за рассматриваемый период с 2016 по 2019 г. Результаты модели за 2017 год применимы к оценке риска в 2018 году, результаты за 2019 г., соответственно, применимы в 2020 году. Модель показывает очень стабильные результаты по всем параметрам за весь рассматриваемый период, что даёт возможность делать прогнозы на последующие годы. Более того, данная модель позволяет просчитать значения рейтинговых оценок в ретроспективе.

Итоговая таблица результатов по всем коэффициентам с соответствующими качественными параметрами (σ , t-стат., P-Value) приведены ниже в Таблице 3.

Таблица 2

Регрессионная статистика²²

п/п	Показатели	2016 г.	2017 г.	2018 г.	2019 г.	2020 г. ²³
1.	Коэффициент корреляции	0,910	0,940	0,943	0,928	>0.9
2.	R-квадрат	0,829	0,884	0,889	0,862	>0.8
3.	Скорректированный R-квадрат	0,816	0,877	0,881	0,851	>0.8
4.	Стандартная ошибка	0,128	0,107	0,106	0,119	-
5.	Кол-во наблюдений	85	95	87	82	-

¹⁸ Таблица разработана автором.

¹⁹ Damodaran Aswath Papers [Online] // Stern School of Business. - Stern School of Business, July 01, 2020. - September 09, 2020. - http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/papers.html.

²⁰ В научной работе представлены модели как с данной переменной, так и без неё.

²¹ В научной работе представлены модели как с данной переменной, так и без неё.

²² Разработано автором.

²³ За 2020 г. приведены прогнозные показатели.

Коэффициенты, как видно из таблицы, сильно разнятся по своей значимости: индекс эффективного управления (=0,140) и ВВП (=0,104) положительно и существенно влияют на степень рейтинга. В то же время, коэффициент внешнего долга (= -0,225) отрицательно влияет на степень риска. Все остальные коэффициенты не влияют на значения модели столь существенно, так как модуль значений коэффициентов находятся близко к значению 0. Значение P-value для все переменных находится на очень низком уровне, что указывает на очень высокую вероятность правильности поставленной автором гипотезы.

Таблица 3

Результаты регрессии (2018 г.)²⁴

п/п	Наименование переменной	Коэффициенты	σ	t-стат.	P-value
1.	Y-пересечение	-0,797	0,245	-3,247	0,001
2.	ВВП	0,104	0,023	4,366	0,000
3.	Золотовалютные резервы (ЗР)	0,005	0,003	1,726	0,088
4.	Индекс эффективного управления (ИЭУ)	0,140	0,027	5,072	0,000
5.	Коэффициент внешний долга (КВД)	-0,225	0,037	-6,085	0,000
6.	Давность последнего дефолта (ДД)	0,002	0,001	2,275	0,025
7.	Валовое накопление основного капитала (НК)	0,008	0,002	3,693	0,000

Исходя из вышеуказанных данных, произведены вычисления на примере Узбекистана:

$$\begin{aligned}
 f(\text{ВВП; ЗР; ИЭУ; КВД; ДД; НК}) &= -0,797 + 0,104(9,03) + 0,005(12,94) \\
 &+ 0,140(-0,95) - 0,225(0,35) + 0,002(50) \\
 &+ 0,008(25,3) = 0,2975
 \end{aligned}$$

То есть, на начало 2019 года Узбекистан находился на уровне «ВВ-» по классификации S&P.

Модель I позволяет разделить страновой риск на финансово-экономический и социально-политический риски. Для этого в регрессии использовался индекс эффективного управления (ИЭУ) в качестве независимой переменной.

Таблица 4

Разделение рисков (2019 г.)²⁵

Скоррект. R-квад. с 6-ью переменными ²⁶	Скоррект. R-квад. с 1-им переменным ИУЭ	Доля социально-политического риска в страновом риске
0,851	0,706	83%

Как показывает Таблица 4, доля социально-политического риска в страновом риске составляет приблизительно 83% ($\approx 0,706/0,851$), а финансово-экономический риск, следовательно, составляет примерно 17% от странового риска.

²⁴ Разработано автором.

²⁵ Разработано автором.

²⁶ См. Таблицу 2

Для привязки риска к стоимости капитала автором использовалась формула:

$$R = R_f + \beta (\text{ПЛР}) + \text{ПСР}$$

где: R – процентная ставка, применимая к проекту ПИИ; β – коэффициент рискованности отрасли; R_f – безрисковая процентная ставка по гособлигациям США²⁷; ПСР – премия странового риска представлена в виде разницы между процентной ставкой по суверенным долговым обязательствам страны-реципиента (R_{gov}) и безрисковой процентной ставкой (R_f):

$$\text{ПСР} = R_{gov} - R_f$$

ПЛР – премия ликвидного рынка, представленная в виде разницы между индексом S&P500 и R_f :

$$\text{ПЛР} = \text{S\&P500} - R_f$$

Используя Модель II, мы пришли к выводу, что повышение ПЛР или ПСР приводит к повышению стоимости капитала. Нижеуказанный рисунок показывает, как ПЛР воздействует на процентную ставку капитала в разных отраслях.

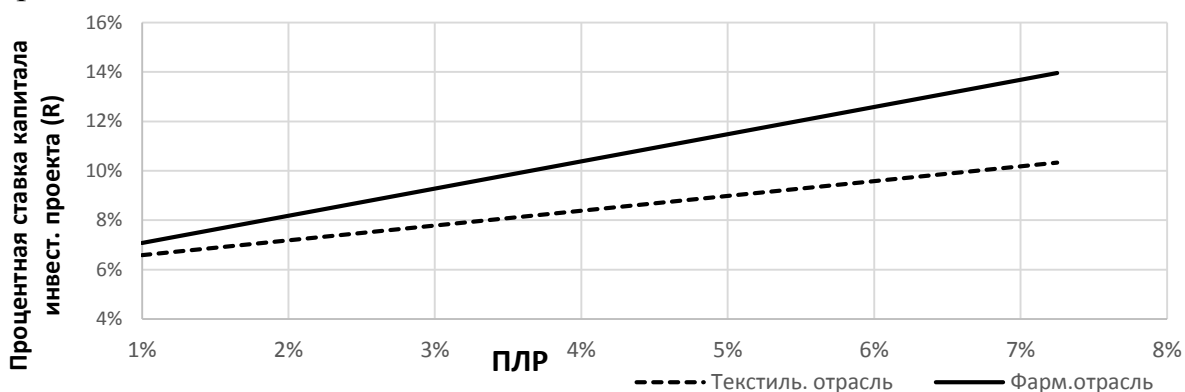


Рисунок 2. Зависимость ставки капитала от ПЛР²⁸

Модель II наглядно продемонстрировала зависимость стоимости капитала ПИИ от показателей капитального рынка (ПЛР) и степени рискованности самой страны-реципиента (ПСР). На примере двух различных отраслей была показана разница в стоимости инвестиционного капитала в текстильной отрасли ($\beta = 0,6$) и в фармацевтической отрасли ($\beta = 1,10$) в Узбекистане:

$$R_{\text{текст.}} = R_f + \beta (\text{ПЛР}) + \text{ПСР} = 0,7\% + 0,6(4,13\%) + 5,28\% = 8,46\%$$

$$R_{\text{фарм.}} = R_f + \beta (\text{ПЛР}) + \text{ПСР} = 0,7\% + 1,10(4,13\%) + 5,28\% = 10,52\%$$

При прочих равных условиях, чем более рискованна отрасль (β), тем выше стоимость капитала.

²⁷ Со сроком погашения 10 лет.

²⁸ Разработано автором.

Зависимость значений ПСР от суверенного кредитного рейтинга страны обуславливает необходимость в снижении данного показателя в целях снижения стоимости привлекаемого капитала в сфере бизнеса. Чем ниже рейтинг страны, тем выше процентная ставка по долговым обязательствам в СКВ. Снижение рейтинга страны приводит к увеличению не только лишь процентной ставки по суверенным долговым обязательствам, но и по всем обязательствам хозяйствующих субъектов.

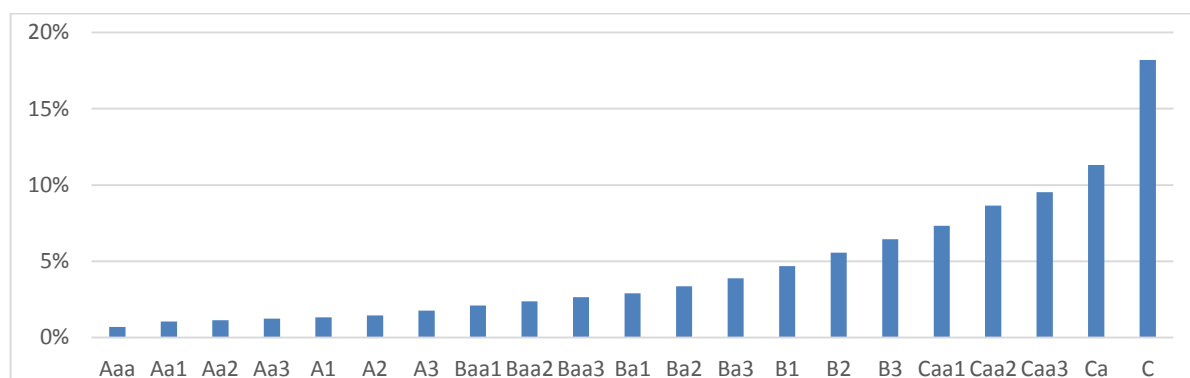


Рисунок 3. Среднее значение процентных ставок по гособлигациям в зависимости от кредитного рейтинга страны (согласно *Moody's*)²⁹

В научной работе автор исходит из того, что все хозяйствующие субъекты (в том числе, и транснациональные компании (ТНК)) в равной степени подвержены страновому риску в стране пребывания. Улучшение кредитного рейтинга приведет к удешевлению капитала бизнеса не только для иностранного, но также и для местного инвестора. Более того, улучшение суверенного кредитного рейтинга снизит бюджетные расходы по процентным выплатам.

В третьей главе «**Приоритетные направления улучшения инвестиционной привлекательности на основе снижения странового и финансово-экономического рисков**» представлен международный опыт в сфере поддержки транснациональных ТНК в процессе инвестиционной деятельности. А именно, рассмотрены продукты таких международных организаций, как Корпорация частных зарубежных инвестиций (ОПИК), Многостороннее агентство по гарантиям инвестиций (МИГА), Организация экономического сотрудничества и развития (ОЭСР) и т.д. Было отмечено, что ПИИ должны, помимо прочего, решать и социальные, и экологические проблемы для получения поддержки со стороны международных организаций и государств.

В научной работе автор уделил особое внимание опыту международных институтов в сфере управления инвестиционными рисками. В частности, было отмечено, что предоставление гарантий по иностранным инвестициям играют большую роль в обеспечении стабильного увеличения объёмов ПИИ в развивающиеся страны мира. Без особых гарантий невозможно было бы

²⁹ Разработано автором согласно источнику по данным согласно по состоянию на январь 2021 года. Источник: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

инвестировать международный капитал в такие важные области, как энергетика, охрана окружающей среды, сельское хозяйство, дорожное и инфраструктурное строительство и т.д. Многие инвестиционные проекты, гарантами которых выступили негосударственные и некоммерческие международные организации, привели к успешному развитию отраслей на Африканском континенте (даже в странах с высоким страновым риском, где ведутся активные военные действия).

Многостороннее агентство по гарантиям инвестиций (МИГА), во многом содействует проведению иностранных инвестиций в развивающиеся страны путём выдачи гарантий инвесторам и кредиторам. Основная функция МИГА является предоставление гарантий по проектам, инвестируемым в основном в страны с очень высокой вероятностью экспроприации или конфискации имущества ТНК, происшествия войн и массовых волнений (неповиновений). В целом, агенство предусматривает обстоятельства (которые нами рассматривались в качестве социально-политических рисков): отсутствие возможности на справедливый арбитраж, запрет на конвертацию местной валюты в СКВ, лишение права собственности на объект страхования, ущерб ввиду военных действий или гражданских волнений³⁰. В 2020 году агенством было застраховано проектов на 6 млрд. долларов США, а общая сумма всех затрагиваемых проектов составила 22,6 млрд. долларов США. В 2019 году эти цифры, соответственно, составили 5,55 млрд. и 23,3 млрд. долларов США. То есть, на каждый застрахованный объект стоимостью в 1 доллар страны-реципиенты инвестиций могут дополнительно привлечь инвестиций примерно 4 долларов США (то есть, мультипликатор равен 4).

Особо стоит отметить стремление международных организаций (ОПИК, ОЭСР, МИГА) оценивать риски путём проверки проектов не только по экономическим критериям, но и по социально-экологическим. Социально-экологическая направленность инвестиционных проектов, несомненно, приведёт к сотрудничеству правящих элит стран, так как они (проекты) призваны решать проблемы именно социально-экологического характера (региональная безработица, вакцинация, искусственный полив сельскохозяйственных угодий, утилизация отходов, обеспечение водой и т.д.). Мы также отметили, что проверка инвестиционных проектов на социальную и экологическую направленность требует дальнейшего исследования со стороны международного научного сообщества.

Особое внимание уделено роли ОЭСР в управлении долгосрочными рисками³¹. ОЭСР проводит всеобщую координацию деятельности стран-участниц в сфере торговли и инвестиций. ОЭСР производит классификацию стран по рискам на периодической основе. Оценка рисков ОЭСР производится как на основе количественных (история платежей страны, финансовое положение страны, экономическое положение страны), так и на

³⁰ <https://www.miga.org/2020-annual-report>

³¹ Организация экономического сотрудничества и развития

основе качественных оценок посредством совещаний. Количественная оценка ОЭСР подтверждает необходимость применения количественных методов для оценки финансово-экономического состояния субъектов инвестиционных отношений.

Американский опыт предоставления гарантий по частным инвестициям так же заслуживает своего внимания при рассмотрении вопросов трансграничных инвестиционных рисков, так как опыт США в управлении трансграничными рисками построен на более прагматичных целях и задачах самого государства США. Корпорации частных зарубежных инвестиций³² (ОПИК) США осуществляет оценку рисков трансграничной инвестиционной деятельности и основывает свою деятельность посредством нескольких программ: 1) инвестиции в уставной капитал; 2) структурированное финансирование (в размере более 50 миллионов долларов США); 3) страхование от политического риска (в основном страны Африки, Азии, Латинской Америки); 4) техническая поддержка (улучшение показателей проектов до необходимого уровня ОПИК). Инвестиционные проекты для получения гарантий проверяются на: 1) экономический рост (то есть, рост ВВП за счёт улучшения инфраструктуры и получения доходов, налоговых поступлений, создания рабочих мест; 2) инновации (то есть, создание, внедрение и распространение инноваций в бизнес среде в стране-реципиенте); 3) инклюзивность (выгоды от проекта для таких групп населения, как сельское население, женщины, регионы с высокой безработицей, людей с ограниченной возможностью и т.д.).

В целом, международный опыт привлечения и производства инвестиций всегда подразумевает активное вовлечение государственных и международных институтов в целях максимизации результативности инвестиционной деятельности как для страны-реципиента, так и для страны-домиции и для прочих заинтересованных сторон.

Нами было отмечено, что без предоставления гарантий по иностранным инвестициям, многие развивающиеся страны не смогли бы развить экономику, решить социально-экологические проблемы и т.д. Данное обстоятельство и мировая практика в очередной раз подтверждают практические рекомендации автора о необходимости производства качественного управления рисками, в целом, и поэтапного снижения рисков, в частности. Для достижения дальнейшего снижения странового и финансово-экономического рисков автор предлагает проводить фундаментальные реформы не только лишь в сфере экономики, финансов или внешнеэкономической деятельности, но и так же в социальной, административной, судебной сферах. В этой связи, структурные и институциональные изменения в осуществлении государственного управления выходят на первый план.

Помимо прочего, в данной главе автор уделит особое внимание вопросам по дальнейшему снижению финансово-экономического риска

³² Современное название – «Американская международная финансовая корпорация развития».

Узбекистана. Риск и стоимость капитала всегда взаимосвязаны: чем выше степень риска, тем дороже становится инвестиционный капитал и тем менее привлекательным становится страна для иностранного инвестора. Исходя из приведённой автором Модели I, мы считаем, что необходимо производить поступательные улучшения в следующих сферах в целях дальнейшего снижения финансово-экономического риска Узбекистана:

Таблица 5

Меры для снижения финансово-экономического риска³³.

п/п	Фактор Модели I	Меры
I.	ВВП	– повышать ВВП страны; – эффективно распределять и перераспределять национальный доход; – стимулировать отрасли с высокой добавленной стоимостью;
II.	Золото-валютные резервы	– наращивать чистый экспорт (экспорт-импорт); – наращивать добычу золота; – увеличивать приток иностранных инвестиций в СКВ; – увеличивать денежные трансферы в страну;
III.	Коэффициент внешнего долга	– оптимизировать валовое внешнее заимствование в соотношении с ВВП страны; – избегать образования дефицита в бюджетах государства; – исключить финансирование дефицита бюджетов за счёт внешнего заимствования;
IV.	Индекс инфляции	– создать эффективную антиинфляционную политику;
V.	Валовое накопление основного капитала	– производить адресное и качественное инвестирование в основные фонды (дороги, образовательные учреждения и пр. инфраструктура);
VI.	Давность последнего дефолта	– предотвращать наступление дефолта в долгосрочной перспективе;

Так как наши модели предусматривают разделение странового риска на 2 составляющие, автор предлагает так же и меры для снижения социально-политического риска. Как можно увидеть из Таблицы 6, социально-политический риск предусматривает улучшение многих «неэкономических» сфер в деятельности институтов государственной власти.

³³ Разработано автором согласно Модели I.

В ходе исследования нами было уделено особое внимание таким аспектам, как верховенство закона, социально-политическая стабильность страны, прозрачность в деятельности органов государства, политика в отношении частной (в том числе, иностранной) собственности предпринимателей и т.д. Расчёты показали, что указанные в Таблице 6 показатели могут быть улучшены в долгосрочной перспективе. В исследовании было отмечено, что в краткосрочной перспективе существенных улучшений в данной сфере не наблюдалось ни в одной из стран мира. Оттого был сделан вывод, что постановка долгосрочных целей в снижении социально-политического риска так же является неотъемлемой частью всеобщей политики в привлечении иностранных инвестиций в нашу страну.

Таблица 6

Меры для снижения социально-политического риска³⁴

п/п	Фактор Модели I	Меры
VII.	Индекс эффектив- ного управления	<ul style="list-style-type: none"> – совершенствовать деятельность институтов государственной власти и подчинять цели и задачи государственных институтов общим интересам общества; – обеспечить эффективность и прозрачность государственного правления, улучшить качество предоставляемых государственных услуг; – обеспечить социально-политическую стабильность на территории страны; – обеспечить верховенство закона, соблюдение законов; – улучшать качество судебно-арбитражной системы; – последовательно создавать государственную политику поддержки частного бизнеса (в том числе, иностранного) в стране; – создавать возможности для населения страны участвовать в выборе представителей органов государственной власти.

Автором рассмотрены меры по снижению рисков и сделан вывод, что страны с высоким кредитным рейтингом являются более благонадёжными и более устойчивыми для потенциальных инвесторов, нежели страны с низким рейтингом.

В условиях текущей социально, финансовой, экономической системы Узбекистана вопросы управления финансово-экономическим и страновым рисками необходимо решать после постановки долгосрочных (стратегических) целей, так как в краткосрочной перспективе данные вопросы не разрешимы. Мы считаем, системный подход в достижении результативности управления рисками имеет фундаментальное значение ввиду большого количества воздействующих на Модель I факторов.

³⁴ Разработано автором согласно Модели I.

Как можно увидеть из вышеуказанной таблицы, многие параметры не представляется возможным улучшить в краткосрочной или даже в среднесрочной перспективе.

Постановка общей цели и выработка соответствующих задач по снижению рисков в Узбекистане, а также преемственная политика в этой области непременно может привести к поэтапному улучшению степени риска Узбекистана. Снижение финансово-экономического и, в целом, странового рисков позволит государству Узбекистана в дальнейшем отказаться от предоставления некоторых льгот и преференций иностранным инвесторам.

В работе автором были подтверждены выводы иностранных учёных касательно инвестиционной привлекательности страны: инвестиционная привлекательность Узбекистана в большей степени зависит от самой страны, нежели от страны-донора инвестиций или ТНК – большинство факторов (переменных) рассмотренной нами в Модели I являются сугубо внутренними. Их всегда возможно улучшить посредством проведения реформ в конкретных сферах с привлечением соответствующих органов государственной власти (Таблицы 5 и 6).

Модель II очевидно показала, что международная финансово-экономическая, политическая конъюнктура имеет непосредственное влияние на стоимость капитала (в том числе, ПИИ). Автором было наглядно показано, что изменение стоимости капитала (в процентах) может произойти ввиду изменений на ликвидных фондовых рынках (ПЛР) мира. Более того, автором был сделан особый акцент касательно степени технологичности ПИИ: более технологичные ПИИ можно привлекать только лишь по более высоким ставкам, оттого они требуют более детального изучения и более широкого предоставления льгот и преференций.

В заключение главы автор предлагает рассматривать долгосрочный кредитный рейтинг Узбекистана по государственным облигациям, как один из параметров успешности комплекса мер в сфере экономики, финансов, социальной и политической жизни Узбекистана, так как он напрямую связан с финансово-экономическими и социально-политическими факторами страны.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В ходе диссертационного исследования диссертантом были сформулированы несколько выводов и предложений. Из них основными являются следующие:

1. Иностранные инвестиции способствуют «технологическим переживаниям», росту благосостояния населения, решению экологических проблем, однако – это результат слаженной работы всех участников инвестиционного процесса (страна-реципиент, страна-донор, ТНК,

международные институты и т.д.). При этом основная роль отводится стране-реципиенту.

2. Внедрение международного законодательства в сфере инвестиций является существенным положительным фактором в улучшении не только инвестиционной привлекательности Узбекистана, но и улучшения бизнес среды в целом. А именно, ратификация, исполнение «Декларации о международных инвестициях и транснациональных компаниях ОЭСР» существенно повысит доверие потенциальных иностранных инвесторов ЕС в экономику.

3. Современное законодательство Республики Узбекистан признаёт право разрешения споров посредством международного арбитража, что является существенным преимуществом, и это даёт право иностранным инвесторам искать справедливых условий разрешения конфликтов в Узбекистане или за его пределами.

4. Детальное изучение (экзогенных) факторов воздействия на финансово-экономический и социально-политический риски показывает, что целесообразно использовать показатели и индексы таких наднациональных институтов, как Всемирный Банк, ОЭСР и т.д., а также рейтинговых агентств Moody's, S&P и котировок финансовых рынков.

5. Изучение динамики изменения показателей в сферах внешнеэкономической деятельности, финансовой деятельности, состояния золотовалютных резервов и прочих факторов показали, что по состоянию на период 2021 года существенных негативных изменений в финансово-экономическом риске не предвидится. В то время как прогнозируются положительные изменения в сфере социально-политических рисков.

6. Регрессионный анализ показал, что финансово-экономический и социально-политический риски можно существенно улучшить только в долгосрочной перспективе. Оттого в управлении финансово-экономическим риском целесообразно ставить цели и задачи только для долгосрочной перспективы; в краткосрочной перспективе снизить риски не представляется возможным.

7. Было показано, что финансово-экономический риск и социально-политический риск возможно снизить посредством проведения структурных реформ. Комплексные меры по решению не только лишь экономических, но и институциональных проблем в органах государственной власти, в законодательной, исполнительной и прочих «неэкономических» сферах поможет всей системе улучшить инвестиционную привлекательность и умерить риск.

8. Предлагается рассмотреть возможность применения метода Искусственной нейронной сети для оценки рисков стран-реципиентов, учитывая современные перспективные тенденции в данной сфере.

**SCIENTIFIC COUNCIL AWARDING SCIENTIFIC
DEGREES DSc.03/30.12.2019.I.17.01 AT
TASHKENT FINANCIAL INSTITUTE**

NAMANGAN STATE UNIVERSITY

AZIZOV AZIZBEK SABITKHANOVICH

**REDUCING FINANCIAL, ECONOMIC AND COUNTRY RISKS IN
ATTRACTING FOREIGN DIRECT INVESTMENTS**

08.00.07 – Finance, money circulation and credit

DISSERTATION ABSTRACT
of the doctor of philosophy (PhD) in economic sciences

Tashkent city – Year 2021

The theme of dissertation of the doctor philosophy (PhD) on economic sciences was registered at the Supreme Attestation Commission at the Cabinet of the Ministers of the Republic of Uzbekistan under No. B2020.4.PhD/Iqt576.

The dissertation has been prepared at Namangan State University.

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

Scientific supervisor: **Khaydarov Nizamiddin Hamrayevich**
Doctor of Economic Sciences, Professor

Official opponents: **Malikov Tohir Sattorovich**
Doctor of Economic Sciences, Professor

Khamidulin Mikhail Borisovich
Doctor of Economic Sciences, Professor

Leading organization: **Tashkent state university of economics**

The defense of the dissertation will take place on « 26 » November 2021 at 16⁰⁰ at the meeting of the digital Scientific Council No. DSc.03/30.12.2019.I.17.01 at Tashkent Institute of Finance. Address: 100000, Tashkent, Amir Timur str., 60A). Tel.: (+99871) 234-53-34; Fax: (+99871) 234-46-26; e-mail: admin@tfi.uz.

The dissertation can be reviewed at the Information Resource Centre of Tashkent Institute of Finance (registered under No. 228). Address: 100000, Tashkent, Amir Timur str., 60A. Tel.: (+99871) 234-53-34, e-mail: admin@tfi.uz

Abstract of dissertation sent out « 16 » November 2021
(Mailing report No. 49 on « 16 » November 2021)



L. Kuziev
T.Z. Teshabaev
Chairman of the Scientific Council for awarding scientific degrees, Doctor of Economic Sciences, Professor

F.K. Kholmamatov
F.K. Kholmamatov
Scientific Secretary of the Scientific Council for awarding scientific degrees, Doctor of Philosophy in Economics, Associate professor

I.N. Kuziev
I.N. Kuziev
Chairman of the Scientific seminar under the Scientific council for awarding scientific degrees, Doctor of Economic Sciences, Professor

RESUME (abstract of a PhD dissertation)

The aim of the research work is to study and develop methods, as well as practical proposals for improving the mechanism for reducing country, financial and economic risks.

The tasks of the research work are the following:

to justify the need to attract direct investment into a country's economy;

to study international and national legislative frameworks for providing guarantees to foreign investors;

to analyze the origin, definition and classification of financial, economic and country risks;

to analyze modern literature and foreign experience in order to determine the relationship between risks and specific variables of the presented models;

to develop the author's definitions for such terms as "country risk", "financial and economic risk";

to identify and analyze the model of the relationship between exogenous variables and country credit ratings;

to determine and analyze the interest rate applicable to FDI capital depending on the degree of country investment risk;

The object of the research work are the financial, economic and country risks inherent to foreign direct investments.

The subject of the research work is a set of economic relations and econometric models for determining and minimizing financial, economic and country risks.

Research methods. In his dissertation, the author used the following methods: graphical method, abstract-logical method, economic and statistical method, computational and constructive method, method of rating assessment, method of grouping, method of comparison, method of scientific thinking, method of deduction, method of constructing models and method of presenting scientific results.

The scientific novelty of the research work are followings:

a method for calculating the country's investment risk using indicators such as political stability, the rule of law and criteria for the effectiveness of the state is proposed;

it is proved that an increase in the state credit rating from "BB" to "BBB" will lead to a decrease in the annual interest rate of foreign capital attracted to real sector enterprises by 3.3 percent;

it is determined that an improvement in the indicators of foreign exchange reserves, inflation and the level of external debt by 1 percent will lead to a decrease in risk by 0.17 percent;

it is determined that the interest rate of capital on foreign direct investment is directly related to quotations on the international capital market.

The practical results of the study consist of the following:

practical recommendations have been developed to further improve the investment attractiveness and reduce both financial and economic and country risks;
the influence of global financial markets on the interest rate applicable to investment projects is substantiated;
the necessity of institutional transformations in increasing the investment attractiveness of the country is substantiated;
a comprehensive assessment of the impact of country, financial, economic and socio-political risks on the credit rating of the state was carried out.

The scientific and practical significance of the research work: The scientific significance of the results obtained lies in the fact that they can be used in the process of conducting scientific research aimed at improving both the theoretical and methodological foundations for determining the level of investment risks. The practical significance of the research results is determined by the fact that the use of practical proposals and recommendations in the activities of state bodies responsible for attracting foreign investment can lead to a significant improvement in the investment attractiveness of the country.

The reliability of the research results is confirmed by using data from official sources (the state committee of the Republic of Uzbekistan on statistics, the International Monetary Fund, the World Bank, the Central Bank of Uzbekistan), the application of advanced foreign experience, methods and materials, as well as the use of mathematical and statistical methods to verify the effectiveness of the research results.

Implementation of the research results. Based on the results of the study, the following results have been implemented (Certificate of Implementation No. 02-08/00885 from the Ministry of Investment and Foreign Trade of the Republic of Uzbekistan, as of January 27, 2021):

methods were implemented using indicators needed to mitigate country risk (Voice and Accountability, Political Stability and Absence of Violence, Government Effectiveness, Regulatory Quality, Rule of Law, Control of Corruption). This scientific novelty is justified in mathematical models within the framework of the dissertation work. In the development of scientific novelty, the optimal methods and their application in practice are justified. A 1.0 percent improvement in the above indicators will result in a 0.83 percent reduction in country risk;

a method was introduced using econometric calculations, which shows how the sovereign credit rating of Uzbekistan directly affects the interest rate applicable to investment projects in the country. Using mathematical, statistical, and econometric calculations, it is proved that the lower the country's credit rating, the higher the risk and, consequently, the higher the interest rate of the attracted investment capital of FDI in US dollars. By raising our country's credit rating from BB to BBB will reduce the cost of FDI capital by 3.3 percent, which will save \$33 million in interest payments for every \$1 billion of foreign investment;

ways to mitigate the financial, economic and country risk of the Republic of Uzbekistan through improvement in foreign exchange reserves, by reducing the

level of inflation and external borrowing of the country (in % of GDP) have been proposed. A 1.0 percent improvement of these indicators will lead to a 0.17 percent reduction in country risk;

it has been proved that indices on the international capital market directly affect the cost of attracted FDI capital to Uzbekistan. It is recommended to calculate interest rates on investment capital based upon the sectors of the economy.

The volume and structure of the dissertation. The dissertation consists of an introduction, three chapters, conclusion, list of references and appendices. The volume of the dissertation is 111 pages.

СПИСОК ОПУБЛИКОВАННЫХ РАБОТ
ЭЪЛОН ҚИЛИНГАН ИШЛАР РУЙХАТИ
LIST OF PUBLICATIONS

I часть (I бўлим, Part I)

1. Азизов А.С. Факторы, влияющие на суверенные кредитные рейтинги // Экономика и предпринимательство. Журнал. INTERECONOM Publishing. №7 (120). Москва. – 2020. (08.00.00; №29; Science Index – 0.608)
2. Азизов А.С. Внешнее заимствование как фактор воздействия на финансово-экономические риски страны // Журнал «Biznes-Эксперт». №7. Ташкент. – 2019. С. 122-126. (08.00.00; №3)
3. Азизов А.С. Воздействие золотовалютных резервов на финансово-экономические риски страны // Журнал «Biznes-Эксперт». №9. Ташкент. – 2019. С. 102-107. (08.00.00; №3)
4. Азизов А.С. Научные основы роли частных иностранных инвестиций в экономическом развитии стран // Донбасская аграрная академия. I Международная научно-практическая конференция студентов, аспирантов и молодых учёных «Молодежная наука: вызовы и перспективы». Донбасс. – 2018. С.52-54
5. Азизов А.С. Влияние иностранных инвестиций на производительность труда в странах-реципиентах // «Вопросы управления и экономики: современное состояние актуальных проблем», Сборник статей. Журнал «Интернаука». Москва. – 2017.
6. Азизов А.С. Научные основы роли частных иностранных инвестиций в экономическом развитии стран // Қарши Муҳандислик-Иқтисодиёт Институтини. Иқтисодиётни Ривожлантириш ва либераллаштириш шароитида кичик бизнес ва тадбиркорликни замонавий бошқарув тенденциялари. Республика илмий-амалий анжумани. Карши. – 2018. С.157-160
7. Азизов А.С. Бюджетный дефицит как фактор воздействия на финансовые и экономические риски страны // Самарқанд давлат архитектура-қурилиш институти. «Таълим, фан ва ишлаб чиқариш интеграциясида инновацион технолоргияларни қўллаш–мамлакат тараққиётининг муҳим омили» мавзусидаги XV республика илмий-амалий конференцияси. Самарқанд. – 2018. С.202-204

II часть (II бўлим, Part II)

8. Азизов А.С. Иностранные инвестиции и риски // Ўзбекистон Миллий Ахборот Агентлиги. Ташкент. – 2019.
9. Азизов А.С. Методика измерения политического риска // Ўзбекистон Миллий Ахборот Агентлиги. Ташкент. – 2020.

10. Азизов А.С. Роль секторальных преференций, льгот и гарантий в снижении финансовых и экономических рисков для иностранных инвестиций в Узбекистане. // Гулистон давлат университети. «Инновацион иқтисодиётга ўтиш шароитида миллий иқтисодиётнинг таркибий тузилмаси такомиллаштиришнинг устивор йўналиши». Республика илмий-амалий анжумани. Гулистан. – 2018. С. 201-202

11. Азизов А.С. Прямые иностранные инвестиции и эффект переливов // Ўзбекистон Республикаси илмий-амалий конференция тўплами. Олий таълим сифати иқтисодий диагностикаси: Жаҳон амалиёти ва миллий хусусиятлар. Наманган. – 2019. С.58-61

12. Азизов А.С. Иқтисодиётни бошқаришда давлат ва хусусий компаниялар ўртасидаги кооперациянинг ўрни // Научный вестник Наманганского государственного университета. Наманган. – 2016. №4. С. 10-13 (в соавторстве)

13. Азизов А.С. Иқтисодий глобализация ва унинг истиқболлари // Научный вестник Наманганского государственного университета. Наманган. – 2016. №3. С. 4-5

Автореферат «Молия» журнали
Тахририят бўлимида тахрирдан ўтказилди.

Босишга рухсат этилди: 12.11.2021.
Бичими 60x84 ¹/₁₆ , «Times New Roman»
гарнитурасида босилди. Шартли босма табоғи 3,2.
Адади: 100. Буюртма: № 52

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