

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

ТОШКЕНТ МОЛИЯ ИНСТИТУТИ

ОДИЛОВ АКМАЛЖОН ОДИЛОВИЧ

**КАНИТАЛ БОЗОРИ ОРҚАЛИ ИҚТИСОДИЁТГА
ИНВЕСТИЦИЯЛАРНИ ЖАЛБ ҚИЛИШНИ
РИВОЖЛАНТИРИШ ЙЎЛЛАРИ**

08.00.07 – Молия, пул муомаласи ва кредит

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

Тошкент шаҳри – 2021 йил

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

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

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

Одилов Акмалжон Одилович

Капитал бозори орқали иқтисодиётга инвестицияларни жалб қилишни
ривожлантириш йўллари.....3

Одилов Акмалжон Одилович

Пути развития привлечения инвестиций в экономику через рынок капитала... 27

Одилов Акмалжон Одилович

Ways to develop investment in the economy through the capital market.....51

Эълон қилинган ишлар рўйхати

Список опубликованных работ

List of published works.....56

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

ТОШКЕНТ МОЛИЯ ИНСТИТУТИ

ОДИЛОВ АКМАЛЖОН ОДИЛОВИЧ

**КАПИТАЛ БОЗОРИ ОРҚАЛИ ИҚТИСОДИЁТГА
ИНВЕСТИЦИЯЛАРНИ ЖАЛБ ҚИЛИШНИ
РИВОЖЛАНТИРИШ ЙЎЛЛАРИ**

08.00.07 – Молия, пул муомаласи ва кредит

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

Тошкент шаҳри – 2021 йил

Филозоф доктор (Doctor of Philosophy) диссертацияси мавзуси Ўзбекистон Республикасининг Вазирлар Маҳкамаси ҳузуридаги Олий аттестация комиссиясида 2021 йил 17.12.2021 йили рақам билан рўйхатга олинган.

Диссертация Тошкент молия институтида бажарилган.

Диссертация авторферати уч тилда (ўзбек, рус, инглиз (резюме)) илмий кенгашнинг веб-сайтида (www.tfi.uz) ва «ZiyoNet» Ахборот-таълим порталида (www.ziyounet.uz) жойлаштирилган.

Илмий раҳбар: Атаниязов Жасурбек Хамидович
иктисодиёт фанлари доктори, профессор

Расмий оппонентлар: Жумаев Нодир Хосиятович
иктисодиёт фанлари доктори, профессор
Комолов Одил Сайфиддинович
иктисодиёт фанлари номзоди, доцент

Етакчи ташкилот: Иқтисодий тараққиёт ва камбағалликни қисқартириш
вазирлиги қошидаги “Бизнес ва тадбиркорлик олий
мактаби”

Диссертация ҳимояси Тошкент молия институти ҳузуридаги DSc.03/30.12.2019.1.17.01 рақамли Илмий кенгашнинг 2021 йил «22» 12 кuni соат 10⁰⁰ даги мажлисида бўлиб ўтди. Манзил: 100000, Тошкент шаҳри, А.Темур кўчаси, 60А уй. Тел.: (99871) 234-53-34, факс: (99871) 234-46-26; e-mail: ilmiykengash@tfi.uz

Диссертация билан Тошкент молия институтининг Ахборот-ресурс марказида танишиш мумкин (246 рақам 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 авторферати 2021 йил «17» 12 кuni тарқатилди.
(2021 йил «17» 12 даги 62 рақамли реестр баённомаси).



Handwritten signature in blue ink.

Т.З.Тешабаев

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

Handwritten signature in blue ink. **Ф.К.Холмамаатов**
Илмий даражалар берувчи илмий кенгаш
илмий котиби, иқтисодиёт фанлари
бўйича фалсафа доктори, (PhD), доцент

Handwritten signature in blue ink. **И.В.Қўзиев**
Илмий даражалар берувчи илмий кенгаш
қошидаги илмий семинар раиси,
иктисодиёт фанлари доктори, профессор

КИРИШ (фалсафа доктори (PhD) диссертацияси аннотацияси)

Диссертация мавзусининг долзарблиги ва зарурати. Жаҳонда халқаро молия тизимига интеграциялашувнинг кучайиши унинг халқаро капитал бозорига киришига ҳамда халқаро молия бозорларида фаол иштирокчи сифатида халқаро рейтинг даражасини оширишда капитал бозори муҳим функционал вазифаларни бажаради. Бу эса, ўз навбатида халқаро капитал бозорларидан иқтисодиётга инвестицияларни жалб этишга ҳамда унинг рақобатбардошлигини оширишга хизмат қилмоқда. «Хусусан, ривожланаётган мамлакатлар (Emerging Markets) капитал бозори орқали 2010-2018 йилларда жами қиймати 4,2 трлн. АҚШ долларига тенг хорижий облигациялар чиқарган ҳолда халқаро капитал жалб қилган. Шундан, суверен эмитентлар 1,1 трлн. АҚШ доллари, корпоратив эмитентлар 1,8 трлн. АҚШ доллари ва банк-молия институтлари 1,3 трлн. АҚШ доллар»¹ига тенг маблағни жалб қилган. Жаҳон тажрибасидан намоён бўлмоқдаки, иқтисодиётга инвестицияларни жалб этишда капитал бозори муҳим аҳамиятга эга ҳамда глобаллашув жараёнида мазкур масаланинг долзарблигини янада оширмоқда.

Жаҳон амалиётида капитал бозори орқали иқтисодиётга инвестицияларни жалб қилишни ривожлантириш борасида кўплаб илмий тадқиқот ишлари амалга ошириб келинмоқда. Ушбу тадқиқотларда капитал бозорини бугунги шиддатли ўзгарувчан бозор иқтисодиётига уйғун равишда ривожлантириб бориш борасида фикр-мулоҳазалар юритилмоқда ҳамда узлуксиз равишда такомиллаштирилмоқда. Капитал бозори фаолиятини самарали ташкил қилиш, жаҳон фонд биржаларда иштирок этиш орқали инвестицияларни жалб қилиш, жалб этилган маблағлардан самарали фойдаланиш ва инвестицион жозибадорликни шакллантиришга бағишланган кўплаб илмий тадқиқотлар шулар жумласидандир. Аммо, капитал бозори орқали иқтисодиётга инвестицияларни жалб қилишни ривожлантиришга қаратилган жиҳатлар ханузгача ўз илмий ечимини тўлалигача топмаган.

Ўзбекистонда бошланган иқтисодий ислохотлар натижасида инвестицион муҳитни яхшилаш ва бу билан иқтисодиётнинг барча тармоқларига хорижий ҳамда маҳаллий инвестицияларни жалб қилиш орқали иқтисодиётга давлат аралашувини камайтиришда капитал бозоридан унумли фойдаланишга эътибор кучайтирилган. «Капитални жалб қилиш ҳамда корхоналар, молия институтлари ва аҳолининг эркин ресурсларини жойлаштиришнинг муқобил манбаи сифатида фонд бозорини ривожлантириш ҳамда халқаро иқтисодий ҳамкорликни янада ривожлантириш, жумладан, етакчи халқаро ва хорижий молия институтлари билан алоқаларни кенгайтириш, пухта ўйланган ташқи қарзлар сиёсатини амалга оширишни давом эттириш, жалб қилинган хорижий инвестиция ва кредитлардан самарали фойдаланиш»² орқали капитал

¹<http://datatopics.worldbank.org/world-development-indicators/themes/economy.html#growth-and-structure-> Жаҳонбанкнинг ҳисобот маълумотлари таҳлили

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

бозорининг инвестицион жозибадорлигини яхшилаш ва бунинг натижасида иктисодиётга инвестицияларни жалб қилишни ривожлантириш мақсад қилинган. Бунда, капитал бозорини ривожлантириш учун ўрта ва узок муддатли даврга мўлжалланган стратегия ва йўл хариталари ишлаб чиқиш зарур. Чунки бугунги кунда Ўзбекистонда «капитал бозорининг капиталлашуви ЯИМнинг 1 фоизга тенг»³ ва бу кўрсаткич ривожланаётган ҳамда ривожланган давлатлар билан солиштирилганда кескин паст кўрсаткич ҳисобланади. Бу эса, ўз ўрнида инвесторларнинг мамлакат капитал бозорига қизиқишининг паст бўлишига сабаб бўлмоқда. Шунинг учун ҳам капитал бозори орқали иктисодиётга инвестицияларни жалб қилишни ривожлантиришни чуқур илмий тадқиқ этиш орқали мавжуд муаммоларни бартараф этиш бўйича таклифлар ишлаб чиқишни тақозо этади. Бу эса мазкур диссертация мавзусининг долзарблигини ифода этади.

Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2021 йилнинг 13 апрелдаги ПФ-6207-сон «Капитал бозорини янада ривожлантириш чора-тадбирлари тўғрисида», 2019 йилнинг 14 январдаги ПФ-5630-сон «Давлат активларини бошқариш, монополияга қарши курашишни тартибга солиш тизимини ва капитал бозорини тубдан такомиллаштириш чора-тадбирлари тўғрисида» 2021 йил 11 февралдаги ПФ-6167-сон «Давлат активларини хусусийлаштириш жараёнларини янада жадаллаштириш тўғрисида»ги фармонлари, 2019 йил 31 январдаги ПҚ-4141-сон «Ўзбекистон Республикасининг халқаро облигацияларини чиқаришни ташкиллаштириш ва суверен кредит рейтингини сақлаб туриш чора-тадбирлари тўғрисида», 2019 йил 2 апрелдаги ПҚ-4258-сон «Ўзбекистон Республикасининг илк суверен халқаро облигацияларини жойлаштиришдан тушган маблағлардан самарали фойдаланиш тўғрисида»ги қарорлари, Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2019 йил 26 апрелдаги 358-сон «Фонд биржасида акцияларнинг бирламчи ва иккиламчи оммавий таклифини ўтказишни ташкил этиш тўғрисида»ги қарори, шунингдек мазкур соҳага тегишли бошқа меъёрий ҳужжатларда белгиланган вазифаларни амалга оширишга мазкур диссертация тадқиқоти муайян даражада хизмат қилади.

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

Муаммонинг ўрганилганлик даражаси. Халқаро ва миллий капитал бозорлари ривожланишининг хусусиятлари ва ушбу бозорлар ривожланиши билан боғлиқ муаммолар ҳамда капитал бозори орқали иктисодиётга инвестицияларни жалб қилиш масалалари хорижий олимлар Г.Марковиц, У.Шарп, У.Мертон, Д.Сигел, Ф.Мишкин, А.Дамодаран, Я.Миркин, Б.Рубцов, А.Витченко, А.Абгарян, Л.Борлакова, В.Иванова, М.Касимова сингари бир

³ <https://kun.uz/news/2020/12/25/ozbekistonda-kapital-bozori-kapitallashuvi-yaimning-1-foiziga-teng>

қанча олим ва тадқиқотчилар томонидан ўрганилган ва бу тадқиқотларнинг натижалари уларнинг асарлари ва илмий ишларида акс эттирилган⁴.

Ўзбекистонлик иқтисодчи олимлардан И.Л.Бутиков, Ш.Ш.Шохаъзамий, М.Б.Хамидулин, Р.Х.Карлибаева, С.Э.Элмирзаев, Ж.И.Каримкулов, Ф.Т.Мухамедов, Х.А.Қурбонов, К.Х.Акрамов, Д.Б.Бегматова, Б.К.Сагтаров, У.Р.Халиков, Х.Х.Худойкулов, Ж.Ж.Қурбонов, Н.Р.Турсунова, Қ.Р.Чинкулов⁵ ва бошқаларнинг илмий тадқиқот ишларида мазкур масаланинг алоҳида муҳим жиҳатлари ўз аксини топган.

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

Диссертация тадқиқотининг диссертация бажарилган олий таълим муассасасининг илмий-тадқиқот ишлари режалари билан боғлиқлиги. Мазкур диссертация тадқиқоти Тошкент молия институти илмий тадқиқот

4 Markowitz H.M. Portfolio Selection. New Haven, Conn.: Yale University, Press 1959.; Sharpe W.F. Simplified Model of Portfolio Analysis//Management Science. January 1963.; Боди З., Мертон Р. Финансы.: Пер. с англ. – М.: Издательский дом «Вильямс», 2005. – 347 с.; Сигел Дж. Долгосрочные инвестиции в акции. 4-е изд. – СПб.: Питер, 2010. – 416 стр. ; Frederic S. Mishkin Economics of Money, Banking, and Financial Markets (10th Edition) Prentice Hall, 2012 p. 720.; Aswath Damodaran Applied Corporate Finance 4th Edition Wiley, 4 edition, 2014, p 656.; Миркин Яков Моисеевич Российский рынок ценных бумаг: Влияние фундаментальных факторов, приоритеты и механизм развития. Дисс. д.э.н., – М., 2003.; Рубцов Борис Борисович Мировые фондовые рынки: Проблемы и тенденции развития. Дисс. д.э.н., – М., 2000.; Витченко, Алексей Борисович Фондовый рынок как механизм привлечения инвестиций в российской экономике. Дисс. к.э.н., – М., 2007.; Абгарян А.А. Развитие российского рынка акционерного капитала в современных условиях. Дисс. к.э.н., – М., 2015.; Борлакова Л.А. Влияние ПРО на конкурентоспособность российских компаний. Автореф. к.э.н., – М., 2013.; Иванова В. Рынок капиталов: сущность, содержание и его место в системе рыночных отношений // Фундаментальные исследования - 2016.; Касимова М. Современные финансовые рынки: Монография. - М.: Проспект, 2014 г.

⁵ Бутиков И.Л. Проблемы формирования и функционирования рынка ценных бумаг в Узбекистане: Дисс...д.э.н. – Т., 2009 г.; Шохаъзамий Ш.Ш. Системное развитие рынка ценных бумаг в регулятивной взаимосвязи с реальной экономикой/Монография. – Т.: Fan va texnologiya, 2012. – 448 с.; Хамидулин М.Б. Развитие финансового механизма корпоративного управления. Дисс...д.э.н. – Т., 2008.; Карлибаева Р.Х. Акциядорлик жамиятларида молиявий менежмент тизимини самарали ташкил этиш йўллари: дисс. автореферати. и.ф.д. – Тошкент, 2018. – 14 б.; Элмирзаев С.Э. Корпоратив молияни бошқаришда солиқ муносабатларини такомиллаштириш. и.ф.д. диссертация автореферати. – Т.: БМА, 2017. 64 б.; Каримкулов Ж.И. Ўзбекистон иқтисодиётида қимматли қозғалар бозори ролини ошириш йўллари: и.ф.н. ил. даража. олиш учун тақдим этилган дисс. Автореферати – Тошкент, 2012.-20 б.; Мухамедов Ф.Т. Ўзбекистонда қимматли қозғалар бозори савдо тизимларини ривожлантириш йўналишлари. 08.00.07 – «Молия, пул муомаласи ва кредит» иқтисослиги бўйича иқтисодиёт фанлари доктори (DSc) диссертацияси автореферати. ТМИ, Тошкент-2019 й.; Курбанов Х.А. Корпоративные финансы. Учебное пособие. – Т.: Iqtisod-moliya, 2007. –184 с.; Акрамов К.Х. Совершенствование финансового обеспечения модернизации акционерных предприятий посредством ценных бумаг. Автореф...к.э.н. – Т., 2011.; Бегматова Д.Б. Акциядорлик жамиятларида корпоратив бошқаруving самарадорлигини баҳолаш усулларини такомиллаштириш. Иқт. фан. бўй. фал. док. (PhD)...автореф. – Т., 2017.; Сагтаров Б.К. Ўзбекистонда ипотека қимматли қозғалари бозорини шакллантириш йўллари. Автореф...и.ф.н.-БМА. 2012.; Халиков У.Р. Ўзбекистонда фонд бозори орқали инвестицион фаолиятни молиялаштиришни такомиллаштириш. и.ф.д. (PhD) автореф. – Т., 2017.; Худойкулов Х.Х. Фонд бозори активларини баҳолаш механизмининг такомиллаштириш: Иқтисодиёт фанлари бўйича фалсафа доктори (PhD) дисс. автореферати – Тошкент, 2018. - 24 б.; Қурбонов Ж.Ж. Давлат ва корпоратив тузилмалар ўртасидаги ўзаро молиявий муносабатларни самарали ташкил этиш истикболлари. и.ф.д.(PhD) диссертацияси автореферати – Т.: БМА, 2019. 50 б.; Турсунова Н.Р. Корпоратив молияни бошқаришда молиявий таъминотни самарали ташкил этиш йўллари и.ф.д.(PhD) диссертацияси автореферати –Т.: 2019. 52 б.; Чинкулов Қ.Р. Акциядорлик жамиятларини корпоратив қимматли қозғалар орқали молиялаштиришни такомиллаштириш и.ф.д.(PhD) диссертацияси автореферати – Т, 2019. 66 б.

ишлари режасига мувофиқ «Иқтисодийни модернизация қилиш шароитида молия, банк ва ҳисоб тизимини мувофиқлаштиришнинг илмий асослари» мавзуси доирасида бажарилган.

Тадқиқотнинг мақсади капитал бозори орқали иқтисодийга инвестицияларни жалб қилишни ривожлантириш бўйича таклиф ва тавсиялар ишлаб чиқишдан иборат.

Тадқиқотнинг вазифалари қуйидагилардан иборат:

капитал бозори орқали иқтисодийга инвестицияларни жалб қилишни ривожланишининг илмий ва назарий асослари аниқлаш;

иқтисодийга инвестицияларни жалб қилишда капитал бозори таркиби ва унинг бозор муносабатларидаги ролини тадқиқ этиш;

капитал бозорини ривожлантиришнинг меъёрий-ҳуқуқий асосларини ўрганиш асосида мамлакатимиз капитал бозорини самарали ташкил қилиш бўйича тавсиялар ишлаб чиқиш;

миллий иқтисодийда қарз капитали бозорини ривожлантириш ҳолати ва динамикасини таҳлил қилиш ва тегишли ҳулосалар шакллантириш;

капитал бозори таркиби бўгинлари тизимида қимматли қоғозлар бозорининг ролини таҳлил қилиш асосида таклифларни шакллантириш;

ҳудудлар ва иқтисодий тармоқларига қимматли қоғозлар бозори орқали кириб келган инвестициялар таҳлил қилиш;

иқтисодийга қимматли қоғозлар орқали инвестицияларни жалб қилишдаги мавжуд муаммоларни ўрганиш;

капитал бозори орқали миллий иқтисодийга жалб этиладиган инвестицияларни ошириш йўллари аниқлашдан иборат.

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

Тадқиқотнинг предмети капитал бозори орқали иқтисодийга инвестицияларни жалб қилишни ривожлантиришда вужудга келадиган иқтисодий муносабатлар ҳисобланади.

Тадқиқотнинг усуллари. Диссертацияда умумлаштириш, гуруҳлаштириш, абстракт-манتيкий фикрлаш, истикболли прогнозлаштириш, тадқиқот объектлари ва олинган натижаларни баён қилиш каби усуллардан фойдаланилган.

Тадқиқотнинг илмий янгилиги қуйидагилардан иборат:

хусусийлаштириш жараёнларини асосан маҳаллий капитал бозорида амалга ошириш мақсадида чет элда листингни фақат қўшалок листинг (dual listing) билан рухсат этиш таклиф этилган;

биржавий инвестиция фондлари (Exchange traded funds)ни олтинга боғлаш орқали (Gold ETF) эмитентлар сонини кўпайтириш, янги молиявий маҳсулотлар ва корпоратив бошқарув жараёнини оптималлаштириш таклиф этилган;

фонд бозори иштирокчилари таркибини кенгайтириш ва республика иқтисодийга бўш маблағларни жалб қилишга эришиш мақсадида корпоратив

облигацияларни чиқариш учун таъминот талабини бекор қилишни жорий этиш таклиф этилган;

фонд бозори иштирокчилари таркибини кенгайтириш мақсадида давлат рўйхатидан ўтказилмайдиган биржавий облигациялар (commercial paper) савдосини жорий этиш таклиф этилган.

Тадқиқотнинг амалий натижалари қуйидагилардан иборат:

капитал бозори амал қилишининг тамойиллари ёритиб берилган ва умумлаштирилган, ушбу бозорнинг ҳозирги замондаги ўзига хос хусусиятлари ҳамда молиявий инфратузилмаси тизимлаштирилиб, бозорнинг тушунчавий аппарати аниқлаштирилган;

капитал бозори орқали инвестицияларни жалб қилиш усулларидан фойдаланишни такомиллаштириш бўйича амалий тавсиялар асосланган;

капитал бозори орқали инвестицияларни жалб қилишнинг ривожлантириш бўйича илмий таклифлар ишлаб чиқилган ва молиявий ресурсларни жалб қилиш самарадорлиги бўйича амалий ёндашувлар асосланган;

Ўзбекистон иқтисодиётида инвестицияларга бўлган талабни ички капитал бозори томонидан етарли таъминланмаётганлиги аниқланган ва ушбу муаммонинг тезкор ечимларидан бири халқаро капитал бозорлари билан молиявий муносабатларни ривожлантириш таклифи асосланган;

Ўзбекистонда қимматли қозғалар бозори етарли даражада ривожланмаганлиги ва бу корпоратив сектор томонидан молиявий ресурсларни жалб қилишда айрим муаммоли жиҳатларни келтириб чиқарганлиги, шунингдек, иқтисодиётнинг ушбу секторида рентабеллик нисбатан паст даражада эканлиги аниқланган.

Тадқиқот натижаларининг ишончлилиги қўлланилган ёндашув ва усуллар, унинг доирасида фойдаланилган назарий ёндашувлар расмий манбалардан олинганлиги, жумладан Ўзбекистон Республикаси Молия вазирлиги, Ўзбекистон Республикаси Марказий Банки, Давлат активларини бошқариш агентлиги, Фонд биржаси, Ўзбекистон Республикаси Давлат статистика қўмитаси, Ўзбекистон Республикаси Қимматли қозғалар марказий депозитарийси, шунингдек, Жаҳон банки, Лондон фонд биржаси, Халқаро биржалар ассоциацияси каби халқаро ташкилотларнинг амалий маълумотларига асосланганлиги билан белгиланади.

Тадқиқот натижаларининг илмий ва амалий аҳамияти. Тадқиқот натижаларининг илмий аҳамияти диссертацияда ишлаб чиқилган илмий-назарий хулоса, таклиф ва тавсияларни капитал бозори орқали иқтисодиётга инвестицияларни жалб қилишни ривожлантиришнинг назарий жиҳатларини такомиллаштириш, жалб қилинган инвестициялардан самарали фойдаланиш ҳамда стратегик жиҳатдан капитал бозорини ривожлантиришга оид илмий тадқиқотларни амалга оширишда фойдаланиш мумкинлиги билан изоҳланади.

Тадқиқот натижаларининг амалий аҳамияти ишлаб чиқилган тавсиялар капитал бозори орқали иқтисодиётга инвестицияларни жалб қилишни ривожлантириш бўйича қабул қилинаётган ҳуқуқий ҳужжатларни ишлаб

чиқишда ҳамда олий таълим муассасаларида «Корпоратив молия», «Молия бозори», «Халқаро молия бозори», «Биржа иши», «Корпоратив молия ва қимматли қозғалар бозори» фанларининг ўқув дастурларини такомиллаштиришда ва ўқитишда фойдаланиш мумкинлиги билан изоҳланади.

Тадқиқот натижаларининг жорий қилиниши. Капитал бозори орқали иқтисодиётга инвестицияларни жалб қилишни ривожлантириш бўйича олинган илмий натижалар асосида:

Ўзбекистон Республикасини жадал ривожлантиришнинг муҳим шарти бўлган хусусийлаштириш жараёнларини чуқурлаштириш асосан маҳаллий капитал бозорида амалга ошириш, республикага хорижий инвесторларни жалб қилган ҳолда, чет элда листингни фақат кўшалок листинг (dual listing) билан руҳсат этиш таклифи Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2021 йил 13 апрелдаги «Капитал бозорини янада ривожлантириш чора-тадбирлари тўғрисида» ПФ-6207-сон фармонида ўз аксини топган (Молия вазирлигининг 2021 йил 29 июндаги 07/45-46-02-46-02-03-32/1803 маълумотномаси). Натижада, мазкур таклиф асосида компанияларнинг бозорга киришга тайёрлиги, нарх-наво сиёсатини қўллаш орқали хусусийлаштириш учун энг яхши компанияларни танлаш, шунингдек, акцияларни оммавий таклиф қилишда ягона нархланиш каби ёндашувлар орқали амалга оширилган;

халқаро тажрибада муваффақиятли фаолият олиб бораётган биржавий инвестиция фондлари (Exchange traded funds) каби молиявий воситаларни олтинга боғлаш орқали (Gold ETF) жорий этиш таклифи Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2021 йил 13 апрелдаги «Капитал бозорини янада ривожлантириш чора-тадбирлари тўғрисида» ПФ-6207-сон фармонида ўз аксини топган (Молия вазирлигининг 2021 йил 29 июндаги 07/45-46-02-46-02-03-32/1803 маълумотномаси). Натижада, юқоридаги таклифга асосан халқаро молия бозорлари билан фаол интеграциялашув ва хорижда муваффақиятли синовдан ўтган илгор ёндашувлардан фойдаланиш орқали эмитентлар сонини кўпайтириш, янги молиявий маҳсулотлар ва корпоратив бошқарув жараёни оптималлаштиришга эришилган;

фонд бозори иштирокчилари таркибини кенгайтириш ва республика иқтисодиётига бўш маблағларни жалб қилишга эришиш мақсадида корпоратив облигацияларни чиқариш учун таъминот талабини бекор қилишни жорий этиш таклифи Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2021 йил 13 апрелдаги «Капитал бозори орқали иқтисодиётга инвестицияларни жалб қилишни ривожлантириш йўллари» ПФ-6207-сон фармонида ўз аксини топган (Молия вазирлигининг 2021 йил 29 июндаги 07/45-46-02-46-02-03-32/1803 маълумотномаси). Натижада, Молия вазирлиги томонидан давлат қимматли қозғалари бўйича аукционлар ўтказиш графиги ишлаб чиқилиб Молия вазирлиги ва Ўзбекистон Республика Валюта Биржаси веб-сайтларида эълон қилинган;

замонавий молиявий инструментни амалиётга жорий этиш орқали давлат рўйхатидан ўтказилмайдиган биржавий облигациялар (commercial paper)

савдосини жорий этиш таклифи Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2021 йил 13 апрелдаги «Капитал бозорини янада ривожлантириш чоратadbирлари тўғрисида» ПФ-6207-сон фармонида ўз аксини топган (Молия вазирлигининг 2021 йил 29 июндаги 07/45-46-02-46-02-03-32/1803 маълумотномаси). Натижада, Ўзбекистон Республикасининг «Акциядорлик жамиятлари ва акциядорларнинг ҳуқуқларини ҳимоя қилиш тўғрисида»ги ва «Қимматли қозғалар бозори тўғрисида»ги қонунларига ўзгартиш ва қўшимчалар киритиш тўғрисидаги «Ўзбекистон Республикасининг айрим қонун ҳужжатларига ўзгартиш ва қўшимчалар киритиш тўғрисида»ги қонун лойиҳаси Ўзбекистон Республикаси Олий Мажлис Қонунчилик палатаси томонидан 2021 йил 15 июнда муҳокама қилинди. Ушбу қонун лойиҳасида «Қимматли қозғалар бозори тўғрисида»ги Ўзбекистон Республикаси қонунининг 3-моддасига «биржа облигацияси» тушунчаси киритилди.

Тадқиқот натижаларининг апробацияси. Тадқиқот натижалари бўйича ишлаб чиқилган илмий хулоса ва таклифлар 6 та халқаро ҳамда 1 та республика миқёсидаги илмий-амалий анжуманларда муҳокама қилинган ҳамда ижобий хулосалар олинган.

Тадқиқот натижаларининг эълон қилинганлиги. Диссертация мавзуси бўйича жами 12 та илмий иш, шу жумладан, Ўзбекистон Республикаси Олий аттестация комиссиясининг диссертацияларни асосий илмий натижаларини чоп этиш тавсия этилган илмий нашрларда 5 та мақола, жумладан 3 та хорижий журналларда нашр этилган.

Диссертация тузилиши ва ҳажми. Диссертация иши кириш, учта боб, хулоса, фойдаланилган адабиётлар рўйхати ва иловалардан таркиб топган. Диссертация ҳажми 116 бетни ташкил этган.

ДИССЕРТАЦИЯНИНГ АСОСИЙ МАЗМУНИ

Кириш қисмида диссертация мавзусининг долзарблиги ва зарурлиги асосланган, тадқиқотнинг мақсади ва асосий вазифалари, объекти ва предмети тавсифланган, республика фан ва технологиялари ривожланишининг устувор йўналишларига мослиги кўрсатилган, илмий янгилиги ва амалий натижалари баён қилинган, тадқиқотнинг усуллари ҳамда улар асосида олинган натижаларнинг илмий ва амалий аҳамияти ёритиб берилган, тадқиқот натижалари амалиётга жорий этилиши, нашр этилган илмий ишлар ва диссертация тузилиши бўйича маълумотлар келтирилган.

Диссертациянинг **«Капитал бозори орқали иқтисодиётга инвестицияларни жалб қилишнинг илмий-назарий асослари»** деб номланган биринчи бобда иқтисодий тараккиётни таъминлашда капитал бозори ривожланишининг илмий-назарий асослари ва бозор муносабатларидаги роли, инвестициялар жалб қилиш ва асосий хусусиятлари, меъёрий-ҳуқуқий асослари тадқиқ қилинган. Тадқиқот вазифаларидан келиб чиққан ҳолда илмий хулосалар шакллантирилган.

Капитал бозори орқали иқтисодиётга инвестициялар жалб қилишни фаоллаштириш, давлат қарз капиталини самарали ташкил қилиш, ҳамда қимматли қогозлар бозорини ривожлантириш мамлакатимизда олиб борилаётган ислохотларнинг муҳим шартларидан бири ҳисобланади.

Капитал бозори назарияси тўғрисида мунозаралар, баҳслар ва қарашлар жуда кўп, аммо улар орасида Гаррецен, Ленсинк ва Стеркен иқтисодий ўсиш ва капитал бозор ривожланиши ўртасидаги боглиқлик муносабатлари юзасидан илмий изланишлар олиб борган ва иқтисодиётнинг 1 фоизга ўсиши капитал бозор капиталлашувининг ЯИМ нисбати 0,4 фоизга ўсишини аниқлаган⁶.

Германиялик иқтисодчи олимлар Л.Перридон ва М.Штайне компаниялар молияси номли илмий асарида капитал бозорига қуйидагича таъриф берадилар «Капитал бозори – бир йилдан ортиқ муддатга қимматли қогозлар савдосини ўтказувчи ташкиллаштирилган биржа савдоси»⁷. Россия Федерациясида молия бозори, қимматли қогозлар муомаласини тартибга солишнинг фундаментал асосларига доир кўплаб илмий асарлар муаллифи Р.Р.Рубцовнинг фикрига кўра, «Капитал бозори – пул капиталининг ҳаракатланиши билан боглиқ бўлган иқтисодий муносабатлар ва институтлар мажмуидир»⁸.

Юқоридагилардан келиб чиққан ҳолда, иқтисодиётга инвестицияларни жалб қилишни таъминлаш имконини берувчи, қўлланилаётган усуллар ва молиявий инструментларга мос равишда кредит ва қимматли қогозлар бозорини сегментлаш орқали капитал бозорининг институционал ва ташкилий тузилишига аниқлик киритиш зарур деб ҳисоблаймиз (1-расм).

⁶Гаррецен, Х.; Ленсинк, Р.; Стеркен, Е. (2004) Growth, financial development and legal institutions, Journal of International Financial Markets, 14, pages.165-183

⁷https://www.researchgate.net/publication/23743394_Corporate_Finance_in_Europe_from_1986_to_1996

⁸С.В. Брюховецкой, Б.Б. Рубцова. Финансовые рынки. Москва : КНОРУС, ISBN 978-5-406-06228-9



1-расм. Капитал бозори таркиби⁹

Маҳаллий олимлардан У.М.Алиев республикамызда инвестиция жозибадорлиги юқори бўлиши натижасида корпоратив облигацияларнинг бирламчи ва иккиламчи бозоридаги улиши ортиб боришини қайд этган. Юқорида келтирилган назарий қарашлардан хулоса қилиб шунини таъкидлаш мумкинки, фонд бозори орқали инвестицион фаолиятни молиялаштириш бир неча омилларни ўзида қамраб олиш орқали амалга оширилади. А.В. Ваҳобов асарида эса инвестиция ресурсларини самарали тақсимланишини назорат қилишнинг асосий механизми – бу фонд бозори биржаси эканлигини ва ривожланган фонд бозори ушбу моделни муваффақиятли амалга оширишнинг зарур шarti эканлигини таъкидлайди¹⁰. Демак, самарали ташкил қилинган фонд бозори иқтисодиётга инвестицияларни жалб қилиш учун муҳим йўналиш бўлиши мумкин эканлиги илгари сурилади.

Халқаро амалиётда компания ўз фаолиятини такомиллаштириш учун нафақат мамлакат ҳудудидаги биржаларда балки, хорижий мамлакатлар фонд биржасида ҳам ўз қимматли қозғаларини эркин тарзда савдосини амалга оширилиши учун дуолистингдан фойдаланилади. Бунда компания ўз акцияларини бир вақтнинг ўзида бир неча фонд биржаларда қатнашиб қўшимча молиявий ресурслар жалб этиши мумкин. Дуолистинг рўйхатидан ўтиш учун фонд иккала биржанинг листинг талабларига жавоб бериши ва барча мажбуриятларни амалга ошириши керак. Қуйида дуолистинг афзалликлари ва камчиликларини келтириб ўтамиз (2-расм).

Капитал бозори иқтисодиётнинг реал секторидаги тенденцияларнинг ҳолати ва динамикасига бевосита боғлиқлиги ва ундан келиб чиқишига қараб, ривожланиш, ўсиш, барқарорлик, тургунлик каби босқичлари кузатилади. Ушбу қоида капитал бозорининг муҳим хусусиятларидан биридир. Бошқа томондан, капитал бозорининг турли сегментларида кўрсатилган босқичлар бир вақтнинг ўзида ва бир хил тарзда амалга ошмаслиги мумкин, яъни капитал бозорининг бир секторида пасайиш, иккинчисида ўсиш тенденцияси кузатилиши мумкин.

⁹ Тадқиқотлар натижасида муаллиф ишланмалари асосида тайёрланди.

¹⁰ Ваҳобов А.В. ва бошқалар. Хорижий инвестициялар. Ўқув қўлланма. – Т.: “Молия” 2010. – 328 б.



2-расм. Дуолистинг афзалликлари ва камчиликлари¹¹

Ўз навбатида, қимматли қоғозлар бозорига тўғридан-тўғри таъсир кўрсатадиган тузилмалар – фонд биржалари, иқтисодиётнинг реал секторидаги ривожланмаган акциядорлик жамиятлари, инвестиция фондлари, ахборот агентликлари ва ҳисоб-китоб-клиринг ташкилотлари воситачилари ва қимматли қоғозлар эгалари – ҳали замонавий талабларга жавоб бермаётганини ҳам алоҳида қайд этиш лозим.



3-расм. Қимматли қоғозлар бозори иштирокчиларининг таркиби¹²

¹¹ Тадқиқотлар натижасида муаллиф ишланмалари асосида тайёрланди.

¹² Тадқиқотлар натижасида муаллиф ишланмалари асосида тайёрланди.

Хулоса сифатида айтиш мумкинки, капитал бозори ва унинг сегментлари борасида билдирилган илмий-назарий қарашлар дунё олимлари томонидан турлича талқин қилинади. Бироқ унинг иқтисодий таракқиётига қўшадиган ижобий таъсири ҳақидаги қарашлар умумийдир.

Диссертациянинг «Ўзбекистон иқтисодиётига капитал бозори орқали инвестициялар жалб қилишнинг замонавий ҳолати ва ривожланиш тенденциялари» деб номланган иккинчи бобида иқтисодийда қарз капитали бозорини ривожлантиришнинг амалий ҳолати ва таҳлили ҳамда халқаро капитал бозоридан Ўзбекистон иқтисодиётига инвестициялар жалб қилиш ва ривожланиш босқичларининг таҳлили ва ҳудудлар ҳамда иқтисодий тармоқларига қимматли қозғалар бозори орқали кириб келган инвестициялар оқимининг таҳлили амалга оширилган. Таҳлил натижаларидан келиб чиққан ҳолда илмий асосланган хулосалар шакллантирилган.

Қарз капитали бозори бир мунча рискли бўлишига қарамай, капитал маблағлари шакли ёки инвестиция манбаи сифатида кредит ресурслари ҳозирги кунда иқтисодий учун бирламчи аҳамиятга эга. Шу нуқтаи назардан, қарз капитали бозорининг ижобий ва салбий жиҳатларини, унинг имкониятлари ва унга таъсир кўрсатувчи таҳдидларни қуйидаги 4–расмда кўриб чиқамиз.



4-расм. Қарз капитали бозорининг SWOT таҳлили.¹³

¹³ Тадқиқотлар натижасида муаллиф ишланмалари асосида тайёрланди.

Қарз капитали бозорида кредит ресурсларини таъминловчи асосий субъектлар асосан банк муассасалари, микромолиялаш ташкилотлари, сугурта компаниялари, пенсия ва махсус яратилган инвестиция фондлари, йирик хусусий капитал эгалари, халқаро молия институтлари ва хорижий давлатлар мисол бўлади. Шу нуқтаи назардан қарз капитали бозори кредит ресурслари эгалари ва уларнинг қарз олувчилари ўртасидаги муносабатларга хизмат қиладиган ва шу билан бирга субъектларнинг инвестиция фаолиятини самарали ташкил қиладиган иқтисодий муносабатларнинг асосий иштирокчиси ҳисобланади.

Шу нуқтаи назардан, сўнгги йилларда иқтисодиётга жалб қилинган кредит ресурсларини таъминлаган субъектларнинг улушини кўриб чиқамиз.

1-жадвал маълумотларидан кўриниб турибдики, банклар кредит капитали бозорида асосий кредит ресурсларининг таъминотчиси ҳисобланади.

1-жадвал.

Кредит капитали бозорида молия-кредит ташкилотларининг улуши¹⁴

| | 2015 | | 2016 | | 2017 | | 2018 | | 2019 | | 2020 | |
|---------------------------|----------|------|----------|------|----------|------|----------|------|----------|------|----------|------|
| | млн. сўм | % | млн. сўм | % | млн. сўм | % | млн. сўм | % | млн. сўм | % | млн. сўм | % |
| Жами | 4589,4 | 100 | 5421,2 | 100 | 11341,6 | 100 | 10130,0 | 100 | 8608,0 | 100 | 8741,3 | 100 |
| Банк кредитлари | 3957,2 | 86,2 | 4486,2 | 87,7 | 9350,0 | 89,5 | 8230,1 | 91,9 | 6913,0 | 90,3 | 6700,7 | 91,6 |
| Молия ташкилотлари | 632,2 | 13,8 | 935,0 | 12,3 | 1991,6 | 10,5 | 1899,9 | 8,1 | 1695,0 | 9,7 | 2040,6 | 8,4 |

Масалан, 2015 йилда банклар томонидан иқтисодиётга инвестиция қилинган кредитлар ҳажми умумий таркибда 86,2 фоиздан ошди. Жадвал маълумотларидан кўриниб турибдики кейинги йилларда бу кўрсаткич аста-секин ўсиш тенденциясига эга ва 2020 йилда банклар томонидан тақдим этилган жами кредит ресурслардаги улуши 91,6 фоизни ташкил этган.

Биринчи жадвал маълумотларидан Ўзбекистон кредит капитали бозорида молия-кредит ташкилотларининг улуши йилдан йилга ижобий ўсиб бориш динамикасига эга эканлигига гувоҳ бўлишимиз мумкин. Бунда мамлакатимизда олиб борилаётган пул-кредит сиёсати, халқаро молия ташкилотлари билан фаол ҳамкорлик ва албатта капитал бозорига оид давлат сиёсатининг юритилиши натижасида амалга ошмоқда.

Қуйидаги 2-жадвал маълумотларидан кўриниб турибдики, Ўзбекистон иқтисодиётида 2015 йил ва 2020 йилларда молия ва кредит ташкилотларининг инвестицион фаоллиги ўтган йилларга нисбатан ўсиши кузатилган. Масалан,

¹⁴ Марказий банк маълумотлари асосида муаллиф маълумотлари асосида тузилган.

2016 - 2017 йилларда кредит ресурсларига нисбатан ўсиш 14,03 фоиз - 15,4 фоизни ташкил этган. Банк сармоялари таркибидаги ўзгаришларнинг динамикаси ва тенденциялари тахминан бир хил характерга эга, шунинг учун юқоридаги натижа қарз бериш масалалари билан эмас, балки банкларнинг инвестиция фаоллигининг ўсиши билан изоҳланади ва молия-кредит ташкилотлари орасида фаол бўлган банклар ушбу соҳаларга инвестицияларнинг умумий ҳажмини белгилайдилар. Юқорида айтилганлардан фарқли ўлароқ, 2015 йил ва 2020 йилларда микрокредит ташкилотларнинг инвестиция фаолияти ўтган йиллар билан таққослаганда ижобий тенденциялар билан ажралиб турибди, яъни ўсиш суръатлари маълум даражада қайд этилган (мос равишда 96,7 фоиз ва 145,1 фоиз). Аммо шунинг таъкидлаш керакки, молия-кредит ташкилотларининг, умуман олганда, унинг алоҳида субъектларида ҳам инвестиция фаоллиги ҳали ҳам ниҳоятда паст ва миллий иқтисодиётни ривожлантиришнинг замонавий талабларига жавоб бермайди. Масалан, кредит операциялари таркибида молия-кредит ташкилотларининг инвестиция фаолиятининг улуши 2015 йилда 12,9 фоизни, 2017 йилда тахминан 15,4 фоизни, энг юқори даражаси эса 2020 йилда 27,9 фоизни ташкил этган. Худди шу кўриниш банклар ва микрокредит ташкилотлари фаолиятида ҳам кузатилмоқда.

2-жадвал.

Ўзбекистон иқтисодиётидаги молия-кредит ташкилотларининг инвестицион фаолияти¹⁵

| | Йил | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|--|---------------------------------------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|
| Инвестициялар, молиявий ва кредит ташкилотлари - жами | млрд. сўм | 593,8 | 813,5 | 1276 | 1604 | 2172 | 2427 |
| | ўтган йилга нисбатан (фоизда) | 115,8 | 135,9 | 121,5 | 181,1 | 135,4 | 141,7 |
| | кредит ресурсларига нисбатан (фоизда) | 12,9 | 14,03 | 15,4 | 16,3 | 25,5 | 27,9 |
| Банк инвестициялари | млрд. сўм | 557,6 | 176,4 | 147 | 1474 | 1988 | 2344 |
| | ўтган йилга нисбатан (фоизда) | 117,3 | 31,6 | 100,6 | 1002,7 | 134,8 | 117,9 |
| | кредит ресурсларига нисбатан (фоизда) | 14,09 | 16,05 | 17,5 | 18,1 | 29,1 | 35,4 |
| Микромолиялаш ташкилотларининг инвестициялари | млрд. сўм | 36,2 | 37,1 | 129 | 130 | 144 | 183 |
| | ўтган йилга нисбатан (фоизда) | 96,7 | 102,4 | 159,2 | 100,7 | 141,5 | 145,1 |
| | кредит ресурсларига нисбатан (фоизда) | 5,7 | 3,9 | 6,5 | 7,6 | 10,8 | 14,0 |

¹⁵ Марказий банк маълумотлари асосида муаллиф томонидан тайёрланди.

Дунёнинг ривожланган давлатлари тажрибаси шуни кўрсатадики, капитал бозорининг таркибий қисмлари орасида қимматли қоғозлар бозори такрор ишлаб чиқариш жараёнида ва молиявий муносабатларни тартибга солишда алоҳида ўрин тутди. Айнан ушбу бозор жаҳоннинг йирик давлатлари иқтисодиётида ривожланиш барометри вазифасини бажаради. Ушбу позициядан Ўзбекистон, асосий мақсади ривожланган бозор муносабатларини шакллантириш ва очиқ иқтисодий сиёсат олиб борилиши туфайли мамлакатни янада жаҳон иқтисодий глобаллашув жараёнларга жалб қилиб, капитал бозори ривожланишини таъминлаш нуктаи назаридан олимлар ва соҳа мутахассисларини бу масалага алоҳида эътибор беришга чақириб келмоқда.

3-жадвал

Ўзбекистон қимматли қоғозлар бозори таҳлили¹⁶

| Кўрсаткичлар | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|---|--------|--------|--------|----------|--------|-------|
| Жами қимматли қоғозлар савдоси (трлн.сўм) | 1327,0 | 3508 | 14 460 | 22 247 | 10 710 | 40.6 |
| Уюшган бозор жами (млрд.сўм) | 100.2 | 170.2 | 310.7 | 304.5 | 814.5 | 490.8 |
| Уюшган бозор улуши (%) | 7.6 | 4.9 | 2.1 | 1.4 | 7.6 | 1.3 |
| Уюлмаган бозор жами (млрд.сўм) | 1226,8 | 3337,8 | 14 150 | 21 935,5 | 9895,5 | 37190 |
| Уюлмаган бозор улуши (%) | 92,4 | 95,1 | 97,9 | 98,6 | 92,4 | 98,7 |

Жадвал маълумотларига таянган ҳолда мамлакатимизда қимматли қоғозлар бозорининг ижобий ўсиш суръатлари қайд этилаётгани гувоҳи бўламиз. Бироқ, 2018 йилда 2017 йилга нисбатан қимматли қоғозлар савдолари бир неча баробар пасайганини кўришимиз мумкин. Бу уюлмаган қимматли қоғозлар бозори динамикасида кузатилган пасайиш билан боғлиқ эканлигини изоҳлаш мумкин. Қимматли қоғозлар бозорида жами савдолар ҳажмида кузатилган пасайиш уюшган қимматли қоғозлар бозорида ўсиб бориш тенденцияси юқори даражада сақланиб турилганига гувоҳ бўлишимиз мумкин. Бундай юқори даражадаги ўсиш тенденциясига тижорат банклари устав капиталининг энг кам миқдорини 100 млрд. сўм этиб белгиланиши билан узвий боғлиқликда эканлиги билан асослашимиз мумкин.

3-жадвал маълумотлари асосида 2019 йилда қимматли қоғозлар бозорида тарихий энг юқори ўсиш кузатилгани қайд этилган. Яъни, 2019 йилда 40.6 трлн. сўм қийматдаги 3.5 млн. дона акциялар қуйида номлари келтирилган энг йирик ва бошқа иқтисодий субъектлар томонидан муомалага чиқарилиши ортидан эришилди¹⁷. Хусусан, “Иссиқлик электр станциялари” АЖ 4 трлн сўм, “Худудий электр тармоқлари” АЖ 8.3 трлн сўм, “Деҳқонobod калий заводи” АЖ 691.5 млрд сўм, “Uzbekistan Airways” АЖ 4.3 трлн сўм, “Uzbekistan Airports” АЖ 5.8 трлн сўм, “Ўзсаноатқурилишбанк” АТБ 2.5 трлн сўм, “Агробанк” АТБ 2.2 трлн сўм, “Ипотекабанк” АТИБ 1.4 трлн сўмни ташкил этди.

¹⁶ Тадқиқотлар натижасида муаллиф ишланмалари асосида тайёрланди.

¹⁷ Объем выпуска акций в Узбекистане значительно вырос. 09.01.2020 - <https://uzdaily.uz/ru/post/48657>

Худудлар бўйича қимматли қозғалар бозори (ҚҚБ)нинг институционал таркибида институтлар концентрацияси энг юқори бўлган Тошкент шаҳри 1-чи ўринни эгаллаб турибди – 82,5 фоиз. Ундан кейинги ўринларни 5-7 фоиз оралигидаги ҳиссага эга бўлган вилоятлар гуруҳи – мос равишда Фарғона – 6,58 фоиз, Тошкент вилояти – 5,44 фоиз эгаллаб турган бўлса кейинги ўринларни Навоий – 2,61 фоиз, Сурхондарё – 1,2 фоиз – вилоятлари эгаллаган. Қолган вилоятларни охириги – институтлар концентрацияси ва фаоллиги суст бўлган гуруҳга киритиш мумкин (4-жадвал).

4-жадвал

2021 йил биринчи чорақда худудлар бўйича савдоларни амалга ошириш ҳолати¹⁸

| № | Худудлари номи | Битимлар миқдори, дона | Битимларнинг умумий ҳажми, минг сўм | Салмоғи |
|------------|-----------------|------------------------|-------------------------------------|-------------|
| 1. | Андижон | 1 275 | 394 922 254,79 | 0,58% |
| 2. | Бухоро | 62 | 111 555 534,01 | 0,16% |
| 3. | Тошкент шаҳри | 5 185 | 55 823 413 002,57 | 82,5% |
| 4. | Жиззах | 117 | 35 296 765,39 | 0,05% |
| 5. | Қашқадарё | 39 | 37 230 450,00 | 0,06% |
| 6. | Навоий | 1 599 | 1 766 595 543,44 | 2,61% |
| 7. | Наманган | 16 | 14 675 039,01 | 0,03% |
| 8. | Самарқанд | 1 | 504 000,00 | 0,01% |
| 9. | Сурхондарё | 7 | 854 752 600,00 | 1,2% |
| 10. | Сирдарё | 4 | 499 794 000,00 | 0,76% |
| 11. | Тошкент вилояти | 1 124 | 3 684 660 687,94 | 5,44% |
| 12. | Фарғона | 1 954 | 4 452 183 094,58 | 6,58% |
| 13. | Хоразм | 18 | 10 330 578,58 | 0,02% |
| 14. | Жами | 11 401 | 67 685 913 550,31 | 100% |

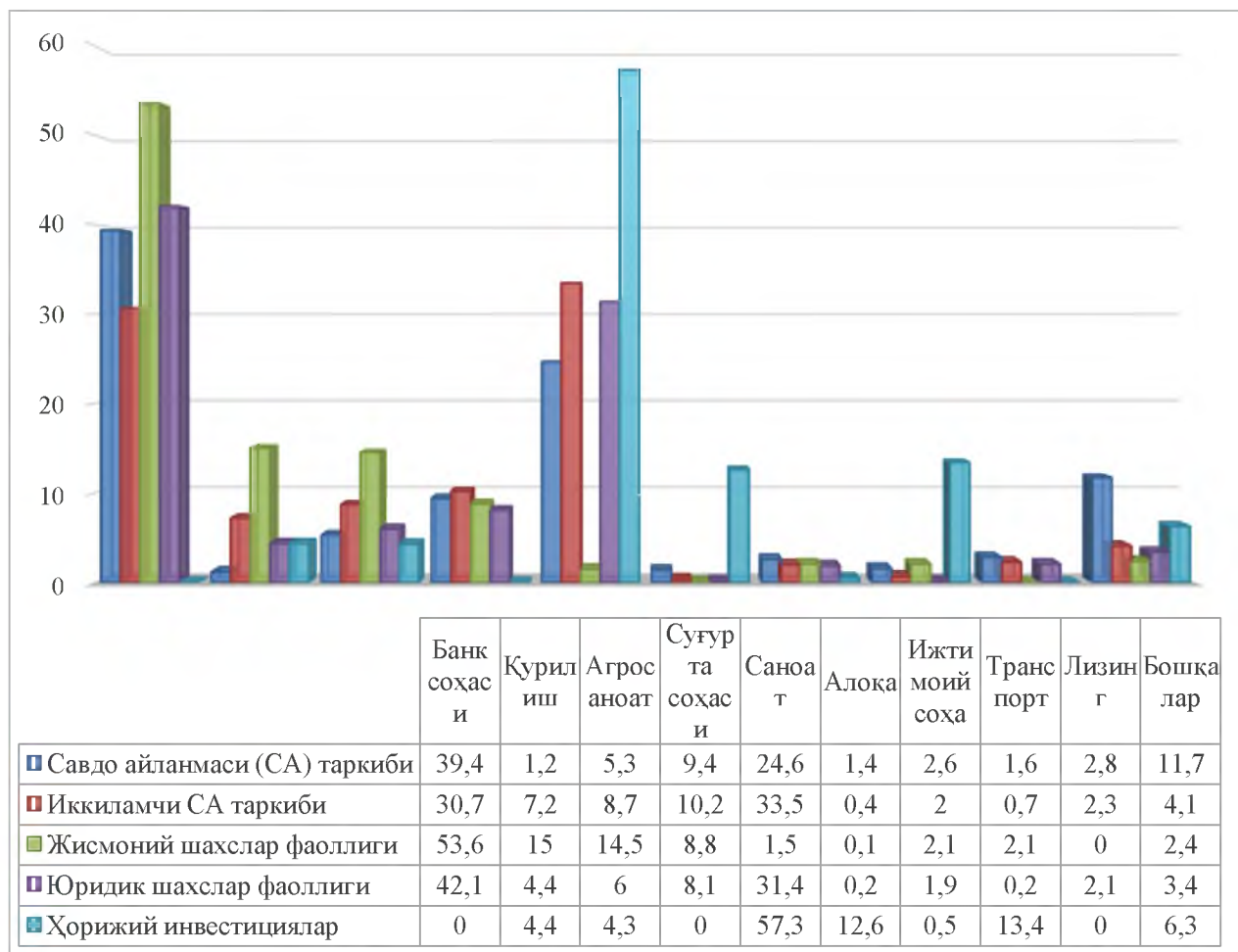
Худудлар кесимида ҚҚБнинг Тошкент шаҳри иқтисодиётидаги роли бошқа худудларга нисбатан жуда юқори. Бунга сабаб, жадвалда келтирилган барча кўрсаткичларнинг энг катта миқдори Тошкент шаҳрига тўғри келади. Чунки, миллий ҚҚБ институционал таркибидаги институтларнинг аксарияти Тошкент шаҳрида жамланган.

Умуман олганда, бошқа худудлар ҚҚБ имкониятларидан тўлиқ фойдаланмаяпти ва бу ўз ўрнида худудлар иқтисодиётига инвестицияларни жалб қилиш билан боғлиқ муаммоларни ҳам келтириб чиқармоқда. Яъни, фонд бозорида худудлараро дисбаланс мавжуд бўлиб, бундай ҳолат худудий иқтисодиёт характериға мос ва иқтисодиётда капитал бозори имкониятларидан тўлиқ фойдаланилмаётганини англатади.

Юқоридаги 4-жадвалда келтирилган маълумотлардан хулоса шуки, мамлакатимизда капитал бозори иқтисодиётнинг чин маънодаги драйвери бўлиб хизмат қилмаяпти.

¹⁸ “Тошкент” РФБнинг 2021 йил биринчи чорақ статистик маълумотлари асосида тузилган.

Биржа савдоси амалиётига кўра банкларнинг етакчилиги биржа листингига киритилган, қимматли қогозларнинг ликвидлиги юқори бўлган банклардан иборат эканлиги билан асосланади (5-расм).



5-расм. ҚҚБ фаоллигининг тармоқлар тақсимоти 2020 йил, фоизда¹⁹

Қўйилган саволларнинг иккинчи қисмига жавоб тариқасида тармоқлар кесимидаги статистик маълумотлари асосида таҳлил қилинган 5-расм кўрсаткичларини келтириш мумкин. Ушбу маълумотлар ва кўрсаткичлар таҳлили қуйидагиларни кўрсатади.

Қимматли қогозлар савдо тизими акциялари айланмаси бўйича амалга оширилган умумий битимларнинг 24,6 фоизга тенг бўлган қисми саноат корхоналари (тармоги) ҳиссасига тўғри келади.

Етакчи учликка биржавий қимматли қогозлар савдо айланмасининг 5,3 фоизни ташкил қилувчи агросаноат комплекси корхоналари ҳам киради. Ушбу кўрсаткич бўйича энг кам улуш транспорт – 1,6 фоиз ва алоқа – 1,4 фоиз тармоқлари ҳиссасига тегишлидир.

Қимматли қогозлар иккиламчи савдосининг энг катта улуши саноат тармогига – 33,5 фоиз тегишли бўлса, кейинги ўринларда банклар – 30,7 фоиз, сугурта – 10,2 фоиз, агросаноат – 8,7 фоиз ва қурилиш – 7,2 фоиз эгаллаб

¹⁹Манба: Ўзбекистон Давлат статистика қўмитаси ва “Тошкент” РФБ маълумотлари асосида ҳисоблаб топилган.

туришибди. Ушбу кўрсаткич бўйича энг кам улуш аввалгидек транспорт – 0,7 фоиз ва алоқа – 0,4 фоиз тармоқларига тегишлидир.

Агарда банклар, сугурта ва лизингни барчасини молиявий хизмат соҳалари деб оладиган бўлсак, ушбу соҳа – 43,2 фоиз билан етакчиликни сақлаб турибди. Бу эса қимматли қозғоларнинг иккиламчи савдоси умумий айланмасининг деярли ярми молия-кредит соҳасига тегишли ташкилотлар орқали амалга оширилганлигини билдиради.

Диссертациянинг «**Миллий иқтисодиётга капитал бозори орқали инвестицияларни жалб этишни ривожлантириш истиқболлари**» деб номланган учинчи бобида иқтисодиётга қимматли қозғолар орқали инвестицияларни жалб қилишдаги мавжуд муаммолар, уларни бартараф этиш йўллари ва капитал бозори орқали миллий иқтисодиётга жалб этиладиган инвестицияларни ошириш йўналишларига доир тадқиқотлар олиб борилган.

Қимматли қозғолар бозорининг иқтисодиётдаги ролини оширишда қимматли қозғолар бозори регулятив тузилмасини такомиллаштириш муҳим аҳамиятга эга. Зеро, ҳозирда мамлакатимиз қимматли қозғолар бозори иштирокчиларининг фаоллиги суст баҳоланиб, муомаладаги молиявий инструментларининг тури кам, рисклилиги ва волатиллик даражаси баланд, капитализацияси ва ликвидлилиги паст, савдо ҳажми кам, айланмаси секин, регулятив механизми такомиллашган эмас ва ҳ.к. Буларнинг барчаси вақтинчалик ҳолат бўлиб, келажакда бошқа ривожланаётган мамлакатларнинг фонд бозорлари сингари рақобатбардошлик даражасига эришиши муқаррар. Айтиш мумкинки, ўрта ва узоқ муддатда Ўзбекистон қимматли қозғолар бозори ролини оширишга таъсир кўрсатадиган омилларининг ижобий таъсири натижасида жадал тарзда ривожланишини тахмин қилса бўлади.

Бугунги кунда капитал бозорини янада ривожлантириш, рақобат муҳитини шакллантириш ва фонд бозори ликвидлигини оширишни рағбатлантириш билан боғлиқ ўз ечимини кутаётган бир қатор долзарб муаммо ва камчиликлар мавжуд, жумладан:

1. Капитал бозорини ривожлантириш соҳасида давлатнинг стратегик режалаштириш тизими мавжуд эмас;

2. Эркин муомаладаги қимматли қозғоларнинг мамлакат ялпи ички маҳсулоти ҳажмига нисбатан улуши паст (0,3 фоиз);

3. Фонд бозорида амалга оширилаётган битимларнинг юқори қисми (биржадаги ҳажмларнинг 70 фоизидан ортиги) давлат иштирокидаги корхоналар ҳиссасига тўғри келмоқда;

4. Қимматли қозғолар бозорининг ликвидлиги паст, давлат қимматли қозғолари иккиламчи бозорини ривожлантириш зарурияти мавжуд, амалиётга жорий этилган молиявий маҳсулотлар турлари етарли эмас, давлат акция пакетлари «битта акция битта лот» тамойили асосида сотилмайди ва хўжалик юритувчи субъектларнинг қимматли қозғолар бозорида маблағ жалб қилишга бўлган қизиқиши паст;

5. Капитал бозорига узоқ муддатли молиявий ресурсларга эга йирик институционал инвесторларни жалб қилиш бўйича ишлар суст олиб борилмоқда;

6. Бозор инфратузилмаси замонавий ахборот-коммуникация тизимлари билан етарли даражада таъминланмаган, шунингдек, ушбу соҳада маҳаллий тизимларнинг имкониятларидан самарасиз фойдаланилмоқда;

7. Минтақавий даражада капитал бозори инфратузилмаси мутлақо ривожланмаган;

8. Капитал бозори соҳасида бозор капиталлашувини ошириш чораларини фаол равишда илгари суриш ва амалга оширишга имкон берадиган юқори малакали мутахассислар етишмайди;

9. Соҳани номутаносиб тартибга солишни назарда тутувчи ҳамда замонавий бозор талабларига ва халқаро стандартларга жавоб бермайдиган ҳуқуқий ҳужжатлар кўп;

10. Корпоратив муносабатлар замонавий ёндашувлар асосида ташкил этилмаган.

Ўзбекистон қимматли қозғалар бозорини турли органлар томонидан мувофиқлаштирилади ва бу мувофиқлаштирувчи ташкилотлар қимматли қозғалар бозорини тартибга солишда ўзининг институционал хусусиятларидан келиб чиқадилар ва бу ҳолат улар фаолиятининг айрим жиҳатларида қарама-қаршилиқларга, қимматли қозғалар бозори стратегик ривожланиши нуқтаи назаридан самарадорлигининг паст бўлишига олиб келади. Бу борада жаҳон тажрибасида молия бозорини мувофиқлаштириш ва тартибга солишда ягона орган тузиш жараёни кечмоқда. Ҳозир мазкур жараёнинг Германия молия бозорида қай даражада шаклланганлигига тўхталиб ўтамиз.

Ҳозирги кунда жаҳонда мегарегуляторни жорий қилиш жараёни кечмоқда. Бунда давлат органларининг молия бозоридаги ўзаро муносабатларининг бир қанча моделлари мавжуд. Улардан бири ягона назорат қилувчи органнинг ва бозорни меърий тартибга солишни амалга оширувчи бир-икки органнинг мавжуд бўлиши ҳисобланади. Ушбу модел орқали Германия молия бозори курилган.

Мамлакатимизда бошланган ислохотлар капитал бозорини яратиш, уни ривожланган давлатлардаги каби яхлит бир механизмга айлантириш орқали молиявий воситалар, шу жумладан, давлат корхоналари ва муассасаларини акциядорлик жамиятига айлантириш ҳамда давлат акция пакетларини хусусий мулкка сотиш йўли билан етарли даражада таъминлаш бўйича кенг кўламли ишлар амалга оширилмоқда.

Замонавий молия бозорида капитал жалб қилувчи инструмент ҳисобланган суверен еврооблигация Ўзбекистон тарихида илк бор 2020 йил 19 ноябрь куни миллий валюта – сўмда – 2 триллион сўм ҳажмида Лондон фонд биржасида жойлаштирилди²⁰.

5-жадвал

Ўзбекистоннинг суверен еврооблигацияларига инвестиция йўналтирган инвесторлар таркиби (ҳудудлар ва тармоқлар бўйича)²¹

²⁰<https://telegra.ph/%D0%8Ezbekiston-Respublikasi-Moliya-vazirligi-navbatdagi-suveren-hal%D2%9Baro-obligაციyalarining-boshlan%D2%93ich-foiz-stavkasini-ehlon-%D2%9Bildi-11-19>

²¹ Молия вазирлиги маълумотлари асосида муаллиф томонидан тайёрланди. www.mf.uz

| Инвесторлар таркиби | 5 йиллик (фоизда) | 10 йиллик (фоизда) |
|----------------------------|-------------------|--------------------|
| Худудлар | | |
| Буюк Британия | 39 | 32 |
| Шимолий Америка давлатлари | 23 | 31 |
| Европа давлатлари | 32 | 27 |
| Осиё давлатлари | 6 | 10 |
| Жами | 100 | 100 |
| Тармоқлар | | |
| Бошқарув фондлари | 75 | 78 |
| Суғурта ва пенсия фондлари | 20 | 16 |
| Банклар | 5 | 6 |
| Жами | 100 | 100 |

Шаклланган буюртмалар ҳажми ва молиявий консултант-андеррайтерларнинг таҳлилларидан келиб чиқиб доллар ва сўмдаги облигациялар учун фоиз ставкалари, мос равишда, 3,875 фоиз ва 14,75 фоизга туширилди ва савдо яқунлари бўйича, халқаро облигацияларнинг ҳажми ва фоиз ставкалари қуйидагича белгиланди²²:

10 йиллик АҚШ доллари транши: 555 млн доллар 3,70 фоиз купон билан (*дастлабки фоиз ставкадан 0,55 фоиз паст*);

3 йиллик ўзбек сўми транши: 2 трлн сўм 14,50 фоиз купон билан (*дастлабки фоиз ставкадан 0,75 фоиз паст*).

Илк еврооблигацияларнинг жаҳон фонд бозоридаги муваффақияти мамлакатимизнинг халқаро майдондаги имиджини ва инвесторларнинг ишончини таъминлашдек марра билан бир қаторда, катта миқдордаги капиталнинг мамлакатимиз иқтисодиётига кириб келишидек улкан вазифа амалга оширилгани билан ҳақиқий тарихий воқеилик касб этди.

Ўзлаштирилган капитал мамлакатимиз иқтисодиётининг энг бирламчи деб кўрилган соҳа ва тармоқларига йўналтирилиши галдаги муҳим вазифа ўлароқ ҳукуматдан бу борада бериладиган аниқ кўрсатмалар жамоатчиликнинг диққат марказида эди.

Суверен халқаро облигацияларни жойлаштиришдан тушган маблағлардан самарали фойдаланиш мақсадида мазкур маблағларни бозор механизмлари асосида жойлаштирилишига алоҳида эътибор қаратилди. Хусусан, ишлаб чиқариш қувватларини кенгайтириш ва модернизация қилиш жараёнида тижорат банклари учун узоқ муддатли молиявий ресурслар кераклигини инобатга олиб, Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2019 йил 2 апрелдаги ПҚ-4258-сонли қарорига мувофиқ, суверен халқаро облигацияларининг жойлаштирилишдан тушган маблағларнинг 889,2 миллион АҚШ доллари тижорат банклари орасида аукцион ўтказиш орқали, яъни самарали бозор механизмлари асосида, депозитга жойлаштириш белгиланди.

²²<https://telegra.ph/%D0%8Ezbekiston-Respublikasi-Moliya-vazirligi-navbatdagi-suveren-hal%D2%9Baro-obligაციyalarining-boshlan%D2%93ich-foiz-stavkasini-ehlon-%D2%9Bildi-11-19>

Тижорат банклари орасида ўтказилган аукцион натижасида маблағлар қуйидаги депозитга жойлаштирилди²³.

Халқаро облигацияларининг жойлаштирилишдан тушган маблағлар энг катта улуш (24,3 фоиз) билан ТИФ Миллий банкка депозит қўйилди, энг кичик улуш (1,7 фоиз) Микрокредит банкка тегишли бўлган. Ушбу маблағлар тижорат банкларига халқаро облигациялар бўйича бошлангич олинган фоиздан (4,75 фоиз ва 5,375 фоиз) + 0,5 фоиз маржа қўшилиб депозитга қўйилган²⁴.

Бундан ташқари, “Агробанк” акциядорлик тижорат банкига 20 миллион АҚШ доллари (5,875 фоиз бўйича) миқдорида лойиҳаларни молиялаштириш учун субординар қарз шаклидаги кредит линияси ҳамда 89,9 миллион АҚШ доллари (39,95 млн доллар 5,75 фоиз бўйича, 49,95 млн доллар 6,375 фоиз бўйича) миқдорида Навоий кон-металлургия комбинатининг стратегик аҳамиятга эга бўлган лойиҳаларини молиялаштириш учун ссуда ажратишга йўналтирилди²⁵.

Бугунги кунда капитал бозорида қимматли қогозларни чиқариш, уларни жойлаштириш ва муомалада бўлишини таъминлашни тартибга солувчи барча зарурий меъёрий-ҳуқуқий база мавжуд. Чунончи Фуқаролик кодекси, “Қимматли қогозлар бозори тўғрисида” ги, “Акциядорлик жамиятлари ва акциядорлар ҳуқуқларини ҳимоя қилиш тўғрисида” ги, “Биржалар ва биржа фаолияти тўғрисида” ги, “Инвестиция ва пай фондлари тўғрисида” ги қонунлар, шунингдек, бир қатор қонуности ҳужжатлар ва савдо ташкилотчиларининг қоидалари амал қилмоқда.

Капитал бозори билан битимлар амалга оширишни таъминлайдиган Ўзбекистон ҚҚБ савдо-ҳисоб-китоб структураси яқин келажакда жаҳон ҚҚБга интеграциялашиш учун ўта зарур бўлган қатор ўзгаришларни бошидан кечиришига тўғри келади. Бунда Давлат Марказий депозитарийси муҳим роль ўйнайди. Фонд биржаси регулятор томонидан амалга ошириладиган функцияларнинг бир қисмини қўлга киритиши лозим. Бунинг учун эмитентлар билан ишлашда кенг ваколатларга эга бўлиши лозим. Бундай ваколатлар қаторига қимматли қогозларни биржа орқали жойлаштириш босқичида қонунчиликка риоя қилиниши устидан назорат, қимматли қогозлари фонд бозорида муомалада бўлган эмитентлар устидан назорат, ахборотнинг очиқлиги ҳақида қонунчилик талаблари киради. Фонд биржасида қимматли қогозларнинг барча турлари алоҳида майдончаларда муомалада бўлиши лозим.

²³Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2019 йил 2 апрелдаги “Ўзбекистон Республикасининг илк суверен халқаро облигацияларини жойлаштиришдан тушган маблағлардан самарали фойдаланиш тўғрисида” ги ПҚ-4258-сонли қарори

²⁴<https://telegra.ph/%D0%8EzbeKiston-Respublikasi-Moliya-vazirligi-navbatdagi-suveren-hal%D2%9Baro-obligაციyalar-ni-g-boshlan%D2%93ich-foiz-stavkasini-ehlon-%D2%9Bildi-11-19>

²⁵<https://telegra.ph/%D0%8EzbeKiston-Respublikasi-Moliya-vazirligi-navbatdagi-suveren-hal%D2%9Baro-obligაციyalar-ni-g-boshlan%D2%93ich-foiz-stavkasini-ehlon-%D2%9Bildi-11-19>

ХУЛОСА

Капитал бозори орқали иқтисодиётга инвестицияларни жалб қилиш амалиётини такомиллаштиришга доир илмий тадқиқотлар натижасида қуйидаги асосий хулосалар шакллантирилди.

1. Капитал бозори мамлакат ижтимоий - иқтисодий тараққий этишида муҳим аҳамият касб этиб, ушбу секторни ривожлантириш орқали аҳоли бандлигини таъминлаш ва ижтимоий фаровонликни таъминлаш, ишлаб чиқариш жараёнларига инновацион ёндашувларни татбиқ этиш орқали маҳсулот таннархини оптималлаштириш, халқаро капитал бозоридан инвестицияларни жалб қилиш орқали иқтисодий интеграциялашув жараёнларини янада ривожлантириш имконини беради.

2. Илмий тадқиқот ишларида капитал бозори ривожланишининг замонавий хусусиятларига мос равишда у орқали иқтисодиётга инвестицияларни жалб қилиш усуллари ва механизмига доир ёндашувлар етарлича тадқиқ этилмаган. Капитал бозорини ривожлантиришга доир давлат дастури ва корпоратив молиявий стратегияларнинг илмий асосланганлигини ривожлантириш мақсадида капитал бозори махсус функцияларни амалга оширувчи (капитални жамгарма шаклидан инвестицияга йўналтирувчи) ва бозор иштирокчилари томонидан жалб қилинган молиявий ресурслардан мақсадли фойдаланувчи молия бозорининг муҳим элементи эканлигини алоҳида ажратиб кўрсатиш мақсадга мувофиқ.

3. Иқтисодиётнинг корпоратив секторини халқаро замонавий ёндашувлар асосида ривожлантириш инвестицияларни жалб қилиш усуллари молиялаштиришнинг гибрид инструментларини жорий этиш ва босқичма-босқич кенгайтириш орқали эришиш мумкин. Капитал бозори орқали иқтисодиётга инвестицияларни жалб қилиш фаолиятини «Мезонин» усули орқали молиялаштириш амалиётини жорий этиш риск ва даромадлиликнинг ўзаро боғлиқлиги нуқтаи назаридан капитал жалб қилишни оптималлаштириш билан бирга капитал бозоридан молиявий ресурслар жалб қилувчи акциядорлик жамиятлари сони ошишига хизмат қилади.

4. Капитал бозори орқали инвестицияларни жалб қилиш амалиёти ўзига хос мураккаб, кўп омилли жараён бўлиб, акциядорлик жамиятлари томонидан жалб қилинган капиталнинг ўртача тортилган қиймати ва риск даражасини миқдорий баҳолаш услубларини жорий этиш орқали инвестицион лойиҳаларнинг иқтисодий самарадорлигини баҳолашнинг халқаро услубиятини миллий акциядорлик жамиятлари амалиётига татбиқ этиш имкониятларини оширади.

5. Бугунги кунда мамлакатимиз капитал бозори орқали иқтисодиётга инвестицияларни жалб қилиш амалиёти ривожланиб бориши шароитида, мазкур жараёнларга нафақат тижорат банклари, балки иқтисодиётнинг реал сектори корхоналарини кенгроқ жалб қилиш лозим. Ушбу амалиётни такомиллаштириш орқали акциядорлик жамиятларининг устав капиталида давлатнинг улушини босқичма-босқич камайтириш, халқаро молия бозорига интеграциялашувни кучайтириш, мустақил халқаро рейтинг индексларига эга бўлиш ва замонавий корпоратив бошқарув механизмини ривожлантиришга ижобий таъсир кўрсатади.

6. Ўзбекистон капитал бозори ривожланишининг мутлақ ва нисбий кўрсаткичлари Осиёнинг аксарият мамлакатларига нисбатан паст даража ривожланганлиги макро даражадаги молия ва пул-кредит сиёсатини такомиллаштириш заруратини кўрсатиб бермоқда. Ўз навбатида, иқтисодиётнинг турли соҳаларидаги капиталларни ўзаро бирлаштириш ва бири-бирига қўшилиш асосида йирик корпоратив тузилмаларини ташкил қилиниши капитал бозоридан молиявий ресурсларни жалб қилиш ва қайта тақсимлаш механизмини ривожлантириш орқали иқтисодиёт тармоқларида капитал айланувчанлигини тезлаштиришга ижобий таъсир этади.

7. Иқтисодиётга инвестициялар жалб қилиш миллий капитал бозори томонидан етарли даражада таъминланмаётгани иқтисодиётда такрор ишлаб чиқариш жараёнларига салбий таъсир этиш орқали иқтисодий ўсишдаги имкониятлардан тўлиқ фойдаланмасликни кўрсатади. Хусусан, иқтисодиётга инвестицияларни жалб қилиш орқали молиялаштиришга доир муаммоларни бартараф этиш, инвестицион жозибадорликни ошириш ҳамда банк кредитларига муқобил манба сифатида масъулияти чекланган жамиятларга корпоратив облигацияларни чиқариш учун таъминот талабини бекор қилиш лозим. Бундай амалиётни жорий этиш халқаро амалиётда кенг фойдаланиб келинаётган молиявий инструментлардан кенг фойдаланиш орқали капитал бозорини янада такомиллаштириш имконини беради.

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

ТАШКЕНТСКИЙ ФИНАНСОВЫЙ ИНСТИТУТ

ОДИЛОВ АКМАЛЖОН ОДИЛОВИЧ

**ПУТИ РАЗВИТИЯ ПРИВЛЕЧЕНИЯ
ИНВЕСТИЦИЙ В ЭКОНОМИКУ
ЧЕРЕЗ РЫНОК КАПИТАЛА**

08.00.07 – Финансы, денежное обращение и кредит

АВТОРЕФЕРАТ
диссертации доктора философии (PhD) по экономическим наукам

город Ташкент – 2021 год

Тема диссертации доктора философии (PhD) по экономическим наукам зарегистрирована Высшей аттестационной комиссией при Кабинете Министров Республики Узбекистан под В2020.2.PhD/Iqt1311.

Диссертация выполнена в Ташкентском финансовом институте.

Автореферат диссертации на трех языках (узбекском, русском, английском (резюме)) размещен на веб-сайте Научного совета (www.tfi.uz) и информационно-образовательном портале «ZiyoNet» (www.ziyounet.uz).

Научный руководитель: **Атаниязов Жасур Хамидович**
доктор экономических наук, профессор

Официальные оппоненты: **Жумаев Нодир Хосиятович**
доктор экономических наук, профессор

Комолов Одил Сайфиддинович
кандидат экономических наук, доцент

Ведущая организация: **“Высшая школа бизнеса и предпринимательства” при Министерстве экономического развития и сокращения бедности**

Защита диссертации состоится «30» 12 2021 года в 10⁰⁰ на заседании научного совета DSc.03/30.12.2019.1.17.01 по присуждению ученой степени при Ташкентском финансовом институте. Адрес: 100000, г. Ташкент, ул.Амира Темура, 60-А. Тел.: (99871) 234-53-34, факс: (99871) 234-46-26, e-mail: ilmjvkengash@tfi.uz.

С диссертацией можно ознакомиться в Информационно-ресурсном центре Ташкентского финансового института (регистрационный №246). Адрес: 100000, г. Ташкент, ул.Амира Темура, 60-А. Тел.: (99871) 234-53-34, факс: (99871) 234-46-26, e-mail: admin@tfi.uz.

Автореферат диссертации разослан «17» 12 2021 года.
(протокол реестра №60 от «17» 12 2021 года).



[Signature]
Т.З.Тешабаяв
Председатель научного совета по присуждению ученой степени, д.э.н., профессор

[Signature]
Ф.К.Холмаматов
Ученый секретарь научного совета по присуждению ученой степени, доктор философии (PhD) по экономическим наукам, доцент

[Signature]
И.Н.Кузиев
Председатель научного семинара при научном совете по присуждению ученой степени, д.э.н., профессор

ВВЕДЕНИЕ (аннотации диссертации доктора философии (PhD))

Актуальность и востребованность темы диссертации. Являясь активным участником международных финансовых рынков, рынок капитала в мире выполняет важные функциональные задачи по повышению уровня международного рейтинга и вхождения в международный рынок капитала при усилении интеграции в международную финансовую систему. Это, в свою очередь, служит привлечению инвестиций из международных рынков капитала в экономику и повышению ее конкурентоспособности. «В частности, рынком капитала развивающихся стран (Emerging Markets) в период 2010-2018 годов привлечено международный капитал посредством выпуска иностранных облигаций на общую сумму 4,2 трлн.долл.США. В том числе привлечено суверенных эмитентов на сумму 1,1 трлн. долл. США, корпоративные эмитенты на сумму 1,8 трлн.долл.США и банковско-финансовые институты на сумму 1,3 трлн.долл.США¹». Мировой опыт показывает, что рынок капитала играет важную роль в привлечении инвестиций в экономику и еще больше повышает актуальность этого вопроса в процессе глобализации.

В мировой практике проводится большая научно-исследовательская работа по развитию привлечения инвестиций в экономику через рынок капитала. В этих исследовательских работах ведутся суждения о необходимости развития рынка капитала в соответствии с современной быстро меняющейся рыночной экономикой и постоянном его совершенствовании. Много научных исследований посвящены эффективной организации деятельности рынка капитала, привлечению инвестиций посредством участия в мировых фондовых биржах, эффективному использованию привлеченных средств и формированию инвестиционной привлекательности. Однако развитие привлечения инвестиций в экономику через рынок капитала еще не нашло своего научного решения.

В результате экономических реформ, начатых в Узбекистане, усилено внимание эффективному использованию рынка капитала для улучшения инвестиционного климата и, тем самым, снижения государственного вмешательства в экономику путем привлечения иностранных и местных инвестиций во все отрасли экономики страны. Поставлена цель по улучшению инвестиционной привлекательности рынка капитала и в результате этого развитию привлечения инвестиций в экономику посредством «привлечения капитала и развития фондового рынка как альтернативного источника размещения свободных ресурсов предприятий, финансовых учреждений и населения, а также дальнейшего развития международного экономического сотрудничества, в том числе расширения отношений с ведущими международными и зарубежными финансовыми институтами, продолжения реализации продуманной политики внешнего долга, эффективного

¹<http://datatopics.worldbank.org/world-development-indicators/themes/economyv.html#growth-and-structure-анализ-данных-отчета-Всемирного-банка>

использования привлеченных иностранных инвестиций и кредитов²». При этом для развития рынка капитала необходимо разработать стратегию и дорожные карты на среднесрочную и долгосрочную перспективу. Так как сегодня в Узбекистане «капитализация рынка капитала равна 1 % ВВП»³, что крайне низко по сравнению с развивающимися и развитыми странами. Это, в свою очередь, связано с низким интересом инвесторов к рынку капитала страны. Поэтому необходимо разработать предложения по устранению существующих проблем путем углубленного научного исследования развития привлечения инвестиций в экономику через рынок капитала. Все это обуславливает актуальность темы данной диссертации.

Настоящее диссертационное исследование в определенной степени служит реализации задач, указанных в Указах и Постановлениях Президента Республики Узбекистан от 13 апреля 2021 года № УП-6207 «О мерах по дальнейшему развитию рынка капитала», от 14 января 2019 года № УП-5630 «О мерах по коренному совершенствованию системы управления государственными активами, антимонопольного регулирования и рынка капитала», от 11 февраля 2021 года № УП-6167 «О мерах по дальнейшему ускорению процессов приватизации государственных активов», от 31 января 2019 года № ПП-4141 «О мерах по организации выпуска международных облигаций и поддержанию суверенного кредитного рейтинга Республики Узбекистан», постановлении Кабинета Министров Республики Узбекистан от 26 апреля 2019 года № 358 «Об организации проведения первичного и вторичного публичных предложений акций на фондовой бирже» и в других нормативно-правовых актах, относящиеся к данной сфере.

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

Степень изученности проблемы. Особенности развития международных и национальных рынков капитала и проблемы, связанные с развитием этих рынков, а также вопросы привлечения инвестиций в экономику через рынок капитала, изучены многими учеными и исследователями, такими как Г.Марковиц, У.Шарп, У.Мертон, Д.Сигел, Ф.Мишкин, А.Дамодаран, Я.Миркин, Б.Рубцов, А.Витченко, А.Абгарян, Л.Борлакова, В.Иванова, М.Касимова, и результаты этих исследований нашли отражение в их трудах и научных работах⁴.

²Указ Президента Республики Узбекистан от 7 февраля 2017 года №УП-4947 «О Стратегии действий по дальнейшему развитию Республики Узбекистан».

³ <https://kun.uz/news/2020/12/25/ozbekistonda-kapital-bozori-kapitallashuvi-yaimning-1-foiziga-teng>

⁴ Markowitz H.M. Portfolio Selection. New Hawen, Conn.: Yale University, Press 1959.; Sharpe W.F. Simplified Model of Portfolio Analysis//Management Science. January 1963.; Боди З., Мертон Р. Финансы.: Пер. с англ. – М.: Издательский дом «Вильямс», 2005. – 347 с.; Сигел Дж. Долгосрочные инвестиции в акции. 4-е изд. – СПб.: Питер, 2010. – 416 стр. ; Frederic S. Mishkin Economics of Money, Banking, and Financial Markets (10th Edition) Prentice Hall, 2012 p. 720.; Aswath Damodaran Applied Corporate Finance 4th Edition Wiley, 4 edition, 2014, p 656.;

В научно-исследовательских работах таких ученых-экономистов Узбекистана, как И.Л.Бутиков, Ш.Ш.Шохаъзамий, М.Б.Хамидулин, Р.Х.Карлибаева, С.Э.Элмирзаев, Ж.И.Каримкулов, Ф.Т.Мухамедов, Х.А.Курбонов, К.Х.Акрамов, Д.Б.Бегматова, Б.К.Сатторов, У.Р.Халиков, Х.Х.Худойкулов, Ж.Ж.Курбонов, Н.Р.Турсунова, К.Р.Чинкулов⁵ и других, отражены особо важные аспекты этого вопроса.

Ученые, чьи имена упомянуты выше, изучали рынок капитала в своих исследованиях, некоторые аспекты фондового рынка, однако они не изучали важность рынка капитала как объекта исследования в привлечении инвестиций в экономику. Такое положение стало основанием для выбора темы данной диссертации и определения задач исследования.

Связь темы диссертации с научно-исследовательскими работами высшего учебного заведения, где выполнена диссертация. Диссертация выполнена в соответствии с научно-исследовательской работой Ташкентского финансового института по теме “Научные основы координации финансовой, банковской и учетной системы в условиях модернизации экономики”.

Цель исследования заключается в разработке предложений и рекомендаций по развитию привлечения инвестиций в экономику через рынок капитала.

Задачи исследования заключаются в следующем:

Миркин Яков Моисеевич Российский рынок ценных бумаг: Влияние фундаментальных факторов, приоритеты и механизм развития. Дисс. д.э.н., – М., 2003.; Рубцов Борис Борисович Мировые фондовые рынки: Проблемы и тенденции развития. Дисс. д.э.н., – М., 2000.; Витченко, Алексей Борисович Фондовый рынок как механизм привлечения инвестиций в российской экономике. Дисс. к.э.н., – М., 2007.; Абгарян А.А. Развитие российского рынка акционерного капитала в современных условиях. Дисс. к.э.н., – М., 2015.; Борлакова Л.А. Влияние ПРО на конкурентоспособность российских компаний. Автореф. к.э.н., – М., 2013.; Иванова В. Рынок капиталов: сущность, содержание и его место в системе рыночных отношений // Фундаментальные исследования - 2016.; Касимова М. Современные финансовые рынки: Монография. - М.: Проспект, 2014 г.

⁵ Бутиков И.Л. Проблемы формирования и функционирования рынка ценных бумаг в Узбекистане: Дисс...д.э.н. – Т., 2009 г.; Шохаъзамий Ш.Ш. Системное развитие рынка ценных бумаг в регулятивной взаимосвязи с реальной экономикой/Монография. – Т.: Fan va texnologiya, 2012. – 448 с.; Хамидулин М.Б. Развитие финансового механизма корпоративного управления. Дисс...д.э.н. – Т., 2008.; Карлибаева Р.Х. Акциядорлик жамиятларида молиявий менежмент тизимини самарали ташкил этиш йўллари: дисс. автореферати. и.ф.д. – Тошкент, 2018. – 14 б.; Элмирзаев С.Э. Корпоратив молияни бошқаришда солиқ муносабатларини такомиллаштириш. и.ф.д. диссертация автореферати. – Т.: БМА, 2017. 64 б.; Каримкулов Ж.И. Ўзбекистон иқтисодийотида қимматли қозғалар бозори ролини ошириш йўллари: и.ф.н. ил. даража. олиш учун тақдим этилган дисс. Автореферати – Тошкент, 2012.-20 б.; Мухамедов Ф.Т. Ўзбекистонда қимматли қозғалар бозори савдо тизимларини ривожлантириш йўналишлари. 08.00.07 – «Молия, пул муомаласи ва кредит» иқтисослиги бўйича иқтисодиёт фанлари доктори (DSc) диссертацияси автореферати. ТМИ, Тошкент-2019 й.; Курбанов Х.А. Корпоративные финансы. Учебное пособие. – Т.: Iqtisod-moliya, 2007. –184 с.; Акрамов К.Х. Совершенствование финансового обеспечения модернизации акционерных предприятий посредством ценных бумаг. Автореф...к.э.н. – Т., 2011.; Бегматова Д.Б. Акциядорлик жамиятларида корпоратив бошқарувнинг самарадорлигини баҳолаш усулларини такомиллаштириш. Иқт. фан. бўй. фал. док. (PhD)...автореф. – Т., 2017.; Сатторов Б.К. Ўзбекистонда ипотека қимматли қозғалар бозорини шакллантириш йўллари. Автореф...и.ф.н.-БМА. 2012.; Халиков У.Р. Ўзбекистонда фонд бозори орқали инвестицион фаолиятни молиялаштиришни такомиллаштириш. и.ф.ф.д. (PhD) автореф. – Т., 2017.; Худойкулов Х.Х. Фонд бозори активларини баҳолаш механизминини такомиллаштириш: Иқтисодиёт фанлари бўйича фалсафа доктори (PhD) дисс. автореферати – Тошкент, 2018. - 24 б.; Курбонов Ж.Ж. Давлат ва корпоратив тузилмалар ўртасидаги ўзаро молиявий муносабатларни самарали ташкил этиш истикболлари. и.ф.ф.д.(PhD) диссертацияси автореферати – Т.: БМА, 2019. 50 б.; Турсунова Н.Р. Корпоратив молияни бошқаришда молиявий таъминотни самарали ташкил этиш йўллари и.ф.ф.д.(PhD) диссертацияси автореферати –Т.: 2019. 52 б.; Чинкулов Қ.Р. Акциядорлик жамиятларини корпоратив қимматли қозғалар орқали молиялаштиришни такомиллаштириш и.ф.ф.д.(PhD) диссертацияси автореферати – Т, 2019. 66 б.

определение научно-теоретических основ развития привлечения инвестиций в экономику через рынок капитала;

исследование структуры рынка капитала и его роль в рыночных отношениях в привлечении инвестиций в экономику;

разработка рекомендаций по эффективной организации рынка капитала страны на основе изучения нормативно-правовых основ развития рынка капитала;

анализ состояния и динамики развития рынка заемного капитала в национальной экономике и формирование соответствующих выводов;

формирование предложений на основе анализа роли рынка ценных бумаг в системе звеньев структуры рынка капитала;

анализ инвестиций, поступающих в регионы и отрасли экономики через рынок ценных бумаг;

изучение текущих проблем привлечения инвестиций в экономику через ценные бумаги;

определение путей увеличения инвестиций, привлеченных в национальную экономику, через рынок капитала.

В качестве **объекта исследования** взята практика привлечения инвестиций в экономику через рынок капитала Узбекистана.

Предметом исследования являются экономические отношения, возникающие при развитии привлечения инвестиций в экономику через рынок капитала.

Методы исследования. В диссертации использованы такие методы, как обобщение, группировка, абстрактно-логическое мышление, перспективное прогнозирование, постановка объектов исследования и полученных результатов.

Научная новизна исследования заключается в следующем:

предложено разрешить осуществлять листинг за рубежом только с двойным листингом (dual listing) в целях реализации процессов приватизации в основном на местном рынке капитала;

предложено увеличить число эмитентов, оптимизировать процесс создания новых финансовых продуктов и корпоративного управления путем привязки биржевых фондов (Exchange traded funds) к золоту (Gold ETF);

предложено ввести отмену требования о поставке для выпуска корпоративных облигаций в целях расширения структуры участников фондового рынка и достижения привлечения свободных средств в экономику республики;

предложено ввести торговлю биржевыми облигациями (commercial paper), нерегистрируемых государством, в целях расширения структуры участников фондового рынка.

Практические результаты исследования заключаются в следующем:

освещены и обобщены принципы функционирования рынка капитала, систематизированы современные характеристики этого рынка, а также финансовая инфраструктура, уточнен панятийный аппарат рынка;

обоснованы практические рекомендации по совершенствованию использования методов привлечения инвестиций через рынок капитала;

разработаны научные предложения по развитию привлечения инвестиций через рынок капитала и обоснованы практические подходы к эффективности привлечения финансовых ресурсов;

определено, что спрос на инвестиции в экономику Узбекистана недостаточно обеспечен внутренним рынком капитала, и обосновано предложение о том, что одно из самых быстрых решений этой проблемы заключается в развитии финансовых отношений с международными рынками капитала;

выявлено, что рынок ценных бумаг в Узбекистане достаточно развит и что это привело к некоторым проблемным аспектам в привлечении финансовых ресурсов корпоративным сектором, а также относительно низкому уровню прибыльности в этом секторе экономики.

Достоверность результатов исследования применяемые подходы и методы, теоретические подходы, используемые в рамках которых, определяются тем фактом, что они взяты из официальных источников, в том числе Министерства финансов Республики Узбекистан, Центрального Банка Республики Узбекистан, государственного агентства по управлению активами, фонда бирджаси, Государственного статистического управления Республики Узбекистан, Центрального банка Республики Узбекистан.

Научная и практическая значимость результатов исследования. Научная значимость результатов исследования заключается в возможности использования научно-теоретических выводов, предложений и рекомендаций, разработанные в диссертации, при совершенствовании теоретических аспектов развития привлечения инвестиций в экономику через рынок капитала, эффективного использования привлеченных инвестиций, а также при проведении научных исследований в области стратегического развития рынка капитала.

Практическая значимость результатов исследования заключается в том, что разработанные рекомендации могут быть использованы при разработке правовых документов, принимаемых для развития привлечения инвестиций в экономику через рынок капитала, а также при совершенствовании и обучении образовательных программ по предметам «Корпоративные финансы», «Финансовый рынок», «Международный финансовый рынок», «Биржевое дело», «Корпоративные финансы и рынок ценных бумаг».

Внедрение результатов исследования. На основе полученных научных результатов по развитию привлечения инвестиций в экономику через рынок капитала:

предложение по разрешению осуществлять листинг за рубежом только с двойным листингом (dual listing) в целях реализации процессов приватизации в основном на местном рынке капитала отражено в Указе Президента Республики Узбекистан от 13 апреля 2021 года «УП-6207 «О мерах по дальнейшему развитию рынка капитала» (справка Министерства финансов Республики Узбекистан от 29 июня 2021 года № 07/45-46-02-46-02-03-32/1803). В результате, на основе этого предложения, готовность компаний выйти на рынок осуществлено с помощью таких подходов, как выбор лучших компаний для приватизации путем применения ценовой политики, а также единое ценообразование при публичном размещении акций;

предложено по увеличению числа эмитентов, оптимизированию процесса создания новых финансовых продуктов и корпоративного управления путем привязки биржевых фондов (Exchange traded funds) к золоту (Gold ETF), отражено в Указе Президента Республики Узбекистан от 13 апреля 2021 года «УП-6207 «О мерах по дальнейшему развитию рынка капитала» (справка Министерства финансов Республики Узбекистан от 29 июня 2021 года № 07/45-46-02-46-02-03-32/1803). В результате на основе вышеуказанного предложения было достигнуто увеличение числа эмитентов, оптимизация новых финансовых продуктов и процессов корпоративного управления за счет активной интеграции с международными финансовыми рынками и использования передовых подходов, которые были успешно опробованы за рубежом;

предложение по введению отмены требования о поставке для выпуска корпоративных облигаций в целях расширения структуры участников фондового рынка и достижения привлечения свободных средств в экономику отражено в Указе Президента Республики Узбекистан от 13 апреля 2021 года «УП-6207 «О мерах по дальнейшему развитию рынка капитала» (справка Министерства финансов Республики Узбекистан от 29 июня 2021 года № 07/45-46-02-46-02-03-32/1803). В результате Министерство финансов Республики Узбекистан разработало график проведения аукционов по государственным ценным бумагам и опубликовало на сайтах Министерства финансов Республики Узбекистан и Республиканской валютной биржи;

предложение по введению торговли биржевыми облигациями (commercial paper), нерегистрируемых государством, в целях расширения структуры участников фондового рынка отражено в Указе Президента Республики Узбекистан от 13 апреля 2021 года «УП-6207 «О мерах по дальнейшему развитию рынка капитала» (справка Министерства финансов Республики Узбекистан от 29 июня 2021 года № 07/45-46-02-46-02-03-32/1803). В результате проект закона «О внесении изменений и дополнений в некоторые законодательные акты Республики Узбекистан» о внесении изменений и дополнений в законы Республики Узбекистан «Об акционерных обществах и защите прав акционеров» и «О рынке ценных бумаг» был рассмотрен Законодательной палатой Олий Мажлиса Республики Узбекистан 15 июня

2021 года. В данном законопроекте понятие «биржевые облигации» включено в статью 3 Закона Республики Узбекистан «О рынке ценных бумаг».

Апробация результатов исследования. Результаты исследования обсуждены на 7 научно-практических конференциях, в том числе на 6 международных и 1 республиканских.

Опубликованность результатов исследования. По теме диссертации всего опубликовано 12 научных работ, в том числе 5 статей в научных изданиях, рекомендованных к публикации основных научных результатов диссертаций Высшей аттестационной комиссии Республики Узбекистан, из них 3 - в зарубежных журналах.

Структура и объем диссертации. Диссертационная работа состоит из введения, трех глав, заключения, списка использованной литературы и приложений. Объем диссертации составляет 116 страниц.

ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ ДИССЕРТАЦИИ

Во **Введении** диссертации обоснованы актуальность и востребованность темы диссертации, показано соответствие приоритетным направлениям

развития науки и технологий в республике, освещена научная новизна и практические результаты исследования, раскрыта научная и практическая значимость полученных результатов, приведены сведения о внедрении в практику и апробировании результатов исследования, опубликованных работах и структуре диссертации.

В первой главе диссертации **«Научно-теоретические основы привлечения инвестиций в экономику через рынок капитала»** исследованы научно-теоретические основы развития рынка капитала в обеспечении экономического развития, его роль в рыночных отношениях, привлечения инвестиций и основные особенности, нормативно-правовая база. Исходя из целей исследования, были сформулированы научные выводы.

Активизация привлечения инвестиций в экономику через рынок капитала, эффективная организация государственного заемного капитала и развитие рынка ценных бумаг являются одним из важных условий проводимых в нашей стране реформ.

Дискуссий, суждений и взглядов на теорию рынка капитала много, но Гаррецен, Ленсинк и Стеркен провели научные исследования взаимосвязи между экономическим ростом и развитием рынка капитала, в результате чего выявлено, что рост экономики на 1процентовприводит к росту отношения капитализации рынка капитала к ВВП на 0,4 процентов⁶.

Немецкие ученые-экономисты Л.Перридон и М.Штайне в своей научной работе под названием «Финансы компании» описывает рынок капитала следующим образом: «Рынок капитала - это организованная биржевая торговля, которая ведет торговлю ценными бумагами на срок более года»⁷, По мнению Р.Р.Рубцова - автора многочисленных научных работ по финансовому рынку, фундаментальным основам регулирования обращения ценных бумаг в Российской Федерации «финансовый рынок - это комплекс экономических отношений и институтов, связанных с движением денежного капитала»⁸.

Исходя из вышеизложенного, автор считает необходимым уточнить институциональную и организационную структуру рынка капитала путем сегментации рынка кредитов и ценных бумаг в соответствии с используемыми методами и финансовыми инструментами, позволяющими обеспечить привлечение инвестиций в экономику (рис. 1).

⁶Гаррецен, Х.; Ленсинк, Р.; Стеркен, Е. (2004) Growth, financial development and legal institutions, Journal of International Financial Markets, 14, pages.165-183

⁷https://www.researchgate.net/publication/23743394_Corporate_Finance_in_Europe_from_1986_to_1996

⁸С.В. Брюховецкой, Б.Б. Рубцова. Финансовые рынки. Москва : КНОРУС, ISBN 978-5-406-06228-9



Рис.1. Структура рынка капитала⁹

Отечественный ученый У.М.Алиев отметил, что в результате высокой инвестиционной привлекательности в республике увеличивается доля корпоративных облигаций на первичном и вторичном рынках. В заключении из приведенного выше теоретического представления можно отметить, что финансирование инвестиционной деятельности через фондовый рынок осуществляется за счет охвата нескольких факторов. В работе А.Б. Вохобова отмечено, что основным механизмом контроля за эффективным распределением инвестиционных ресурсов является биржа фондового рынка. Именно развитый фондовый рынок считается необходимым условием для успешной реализации этой модели¹⁰. Следовательно, утверждается, что эффективно организованный фондовый рынок может стать важным направлением привлечения инвестиций в экономику.

В зависимости от прямой зависимости рынка капитала от состояния и динамики тенденций в реальном секторе экономики и его происхождения наблюдаются такие этапы, как развитие, рост, стабильность, застой. Это правило является одной из важных характеристик рынка капитала. С другой стороны, этапы, указанные в разных сегментах рынка капитала, не могут быть реализованы одновременно и одинаково, то есть в одном секторе рынка капитала может наблюдаться спад, а в другом - тенденция роста.

В международной практике компания использует дуолистинг для улучшения своей деятельности не только на биржах, функционирующих на территории страны, но и на фондовых биржах зарубежных стран с целью свободной торговли своими ценными бумагами. При этом компания может привлечь дополнительные финансовые ресурсы, участвуя в нескольких фондовых биржах одновременно со своими акциями. Чтобы зарегистрировать дуолистинг, фонд должен соответствовать требованиям листинга обеих бирж и выполнять все обязательства. Приведем преимущества и недостатки дуолистинга.

⁹ Разработано автором.

¹⁰ Вахобов А.В. ва бошқалар. Хорижий инвеститсиялар. Ўқув қўлланма. – Т.: “Молия” 2010. – 328 б.



Рис.2. Преимущества и недостатки дуолистинга¹¹

В свою очередь, следует также отметить, что структуры, непосредственно влияющие на рынок ценных бумаг - фондовые биржи, неразвитые акционерные общества в реальном секторе экономики, инвестиционные фонды, информационные агентства, посредники расчетно-клиринговых организаций и держатели ценных бумаг – пока не отвечают современным требованиям.



Рис.3. Состав участников рынка ценных бумаг¹²

¹¹ Подготовлено на основе авторских разработок в результате исследований.

¹² Подготовлено на основе авторских разработок в результате исследований.

В заключение можно сказать, что научные и теоретические взгляды, высказанные по рынку капитала и его сегментах, по-разному интерпретируются учеными мира. Однако мнения о его положительном влиянии на развитие экономики носят общий характер.

Во второй главе диссертации «Современное состояние и тенденции развития привлечения инвестиций в экономику Узбекистана через рынок капитала» рассмотрена практическая ситуация и анализ развития рынка заемного капитала в экономике, а также проведен анализ этапов привлечения и развития инвестиций с международного рынка капитала в экономику Узбекистана, анализ потока инвестиций, поступающих в регионы и сектора экономики через рынки ценных бумаг, по результатам анализа сформированы научно обоснованные выводы.

Несмотря на то, что рынок заемного капитала является немного рискованным, кредитные ресурсы как форма капиталовложений или источник инвестиций в настоящее время имеют первостепенное значение для экономики. С этой точки зрения мы рассмотрим положительные и отрицательные характеристики рынка заемного капитала, его возможности и угрозы, которые влияют на него (рис.4).



Рис.4. SWOT-анализ рынка заемного капитала¹³

¹³ Подготовлено на основе авторских разработок в результате исследований.

Основными субъектами, предоставляющими кредитные ресурсы на рынке заемного капитала, являются в основном банковские учреждения, микрофинансовые организации, страховые компании, пенсионные и специально созданные инвестиционные фонды, владельцы крупного частного капитала, международные финансовые институты и зарубежные страны. В связи с этим рынок заемного капитала является основным участником экономических отношений, который обслуживает отношения между владельцами кредитных ресурсов и их заемщиками и в то же время эффективно организует инвестиционную деятельность субъектов.

В этой связи рассмотрим долю субъектов, предоставивших кредитные ресурсы, которые были вовлечены в экономику в последние годы.

Таблица 1

Доля финансово-кредитных организаций на рынке кредитного капитала¹⁴

| | 2015 | | 2016 | | 2017 | | 2018 | | 2019 | | 2020 | |
|-------------------------------|----------|------|----------|------|----------|------|----------|------|----------|------|----------|------|
| | млн. сум | % | млн. сум | % | млн. сум | % | млн. сум | % | млн. сум | % | млн. сум | % |
| Всего | 4589,4 | 100 | 5421,2 | 100 | 11341,6 | 100 | 10130,0 | 100 | 8608,0 | 100 | 8741,3 | 100 |
| Банковские кредиты | 3957,2 | 86,2 | 4486,2 | 87,7 | 9350,0 | 89,5 | 8230,1 | 91,9 | 6913,0 | 90,3 | 6700,7 | 91,6 |
| Финансовые организации | 632,2 | 13,8 | 935,0 | 12,3 | 1991,6 | 10,5 | 1899,9 | 8,1 | 1695,0 | 9,7 | 2040,6 | 8,4 |

Как видно из данных таблицы 1, банки являются основными поставщиками кредитных ресурсов на рынке кредитного капитала. Например, в 2015 году объем кредитов, вложенных банками в экономику, в общем структуре увеличился на 86,2 процентов. Как видно из данных таблицы, в последующие годы этот показатель имеет тенденцию к медленному росту, и в 2020 году доля совокупных кредитных ресурсов, предоставленных банками, составила 91,6 процента.

Как видно из таблицы 2, инвестиционная активность финансово-кредитных организаций в экономике Узбекистана в 2015 и 2020 годах возросла по сравнению с предыдущими годами. Например, в 2016-2017 годах рост по сравнению с кредитными ресурсами составил 14,03 процентов - 15,4 процентов. Динамика и тенденции изменений в структуре банковского капитала носят примерно одинаковый характер, поэтому вышеуказанный результат объясняется не выдачей кредитов, а увеличением инвестиционной активности банков, а банки, которые активны среди финансово-кредитных

¹⁴ Составлено автором на основе данных Центрального банка.

учреждений, определяют общий объем инвестиций в эти сферы. В отличие от вышесказанного, инвестиционная активность микрокредитных организаций в 2015 и 2020 годах характеризуется положительными тенденциями по сравнению с предыдущими годами, то есть в определенной степени зафиксированы темпы роста (соответственно 96,7 процентов и 145,1 процентов). Но следует отметить, что инвестиционная активность финансово-кредитных учреждений в целом, даже по отдельным ее субъектам, по-прежнему крайне низка и не отвечает современным требованиям развития национальной экономики. Например, доля инвестиционной деятельности финансово-кредитных организаций в кредитных операциях составила 12,9 процентов в 2015 году, около 15,4 процентов в 2017 году, а самый высокий показатель - 27,9 процентов в 2020 году. Такая же ситуация наблюдается и в деятельности банков и микрокредитных организаций.

Таблица 2.

Инвестиционная деятельность финансово-кредитных организаций в экономике Узбекистана¹⁵

| | Год | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|---|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Инвестиционные, финансовые и кредитные организации - всего | млрд. сум | 593,8 | 813,5 | 1276 | 1604 | 2172 | 2427 |
| | по сравнению с прошлым годом (в процентах) | 115,8 | 135,9 | 121,5 | 181,1 | 135,4 | 141,7 |
| | по отношению к кредитным ресурсам (в процентах) | 12,9 | 14,03 | 15,4 | 16,3 | 25,5 | 27,9 |
| Банковские инвестиции | млрд. сум | 557,6 | 176,4 | 147 | 1474 | 1988 | 2344 |
| | по сравнению с прошлым годом (в процентах) | 117,3 | 31,6 | 100,6 | 1002,7 | 134,8 | 117,9 |
| | по отношению к кредитным ресурсам (в процентах) | 14,09 | 16,05 | 17,5 | 18,1 | 29,1 | 35,4 |
| Инвестиции микрофинансовых организаций | млрд. сум | 36,2 | 37,1 | 129 | 130 | 144 | 183 |
| | по сравнению с прошлым годом (в процентах) | 96,7 | 102,4 | 159,2 | 100,7 | 141,5 | 145,1 |
| | по отношению к кредитным ресурсам (в процентах) | 5,7 | 3,9 | 6,5 | 7,6 | 10,8 | 14,0 |

¹⁵ Составлено автором на основе данных Центрального банка.

Опыт развитых стран мира показывает, что среди составляющих рынка капитала рынок ценных бумаг занимает особое место в процессе воспроизводства и регулирования финансовых отношений. Именно этот рынок служит барометром развития в экономике крупнейших стран мира. С этой позиции Узбекистан призывает ученых и отраслевых специалистов уделить особое внимание этому вопросу с точки зрения обеспечения развития рынка капитала путем привлечения страны к более глобальным процессам экономической глобализации, основной целью которых является формирование развитых рыночных отношений и реализация открытой экономической политики.

Таблица 3

Анализ рынка ценных бумаг Узбекистана¹⁶

| Показатели | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|---|--------|--------|--------|----------|--------|-------|
| Общий объем торговли ценными бумагами (трлн. сум) | 1327,0 | 3508 | 14 460 | 22 247 | 10 710 | 40.6 |
| Организованный рынок всего (млрд. сумм) | 100.2 | 170.2 | 310.7 | 304.5 | 814.5 | 490.8 |
| Доля организованного рынка (%) | 7.6 | 4.9 | 2.1 | 1.4 | 7.6 | 1.3 |
| Неорганизованный рынок всего (млрд. сум) | 1226,8 | 3337,8 | 14 150 | 21 935,5 | 9895,5 | 37190 |
| Доля неорганизованного рынка (%) | 92,4 | 95,1 | 97,9 | 98,6 | 92,4 | 98,7 |

Основываясь на данных таблицы, мы можем наблюдать положительные темпы роста рынка ценных бумаг в нашей стране. Однако мы видим, что в 2018 году торговля ценными бумагами упали в несколько раз по сравнению с 2017 годом. Это можно объяснить тем, что это связано с наблюдаемым снижением динамики неорганизованного рынка ценных бумаг. Мы можем свидетельствовать о том, что тенденция к снижению общего объема торговли на рынке ценных бумаг сохранила высокую тенденцию роста на организованном рынке ценных бумаг. Это можно обосновать тем, что такая высокая тенденция роста неразрывно связана с увеличением коммерческими банками минимального размера уставного капитала до 100 млрд. сумов.

На основе данных таблицы 3, отмечается, что в 2019 году рынок ценных бумаг пережил самый высокий рост за всю историю. То есть в 2019 году 3,5 млн. акций на общую сумму 40,6 трлн. сумов были приобретены после выпуска в обращение крупнейшими и другими экономическими субъектами, перечисленными ниже¹⁷: Особенно, АО «Тепловые электростанции» - 4 трлн, АО «Региональные электрические сети» - 8,3 трлн, АО «Дехканабадский калийный завод» - 691,5 млрд, АО «Uzbekistan Airways» - 4,3 трлн, АО

¹⁶ Подготовлено на основе авторских разработок в результате исследований.

¹⁷ Объем выпуска акций в Узбекистане значительно вырос. 09.01.2020 - <https://uzdaily.uz/ru/post/48657>

«Uzbekistan Airports» - 5,8 трлн, АКБ «Узсаноатқурилишбанк» - 2,5 трлн, АКБ «Аграбанк» - 2,2 трлн, АВЭБ «Ипотекабанк» - 1,4 трлн.

Город Ташкент с наибольшей концентрацией учреждений в институциональной структуре РЦБ в разрезе регионов занимает 1-е место - 82,5 процентов. Следующие места заняла группа регионов с вкладом 5-7 процентов – соответственно Ферганская – 6,58 процентов, Ташкентская область – 5,44 процентов, Навоийская область – 2,61 процентов, Сурхандарьинская область – 1,2 процентов. Остальные регионы можно включить в последнюю группу – где концентрация и активность учреждений слабая (таблица 4).

Таблица 4

Состояние осуществления торгов по регионам в первом квартале 2021 года¹⁸

| № | Название регионов | Количество сделок, единиц | Общий объем сделок, тыс. сумов. | Доля |
|------------|---------------------|---------------------------|---------------------------------|-------------|
| 15. | Андижан | 1 275 | 394 922 254,79 | 0,58% |
| 16. | Бухара | 62 | 111 555 534,01 | 0,16% |
| 17. | Город Ташкент | 5 185 | 55 823 413 002,57 | 82,5% |
| 18. | Джизак | 117 | 35 296 765,39 | 0,05% |
| 19. | Кашкадарья | 39 | 37 230 450,00 | 0,06% |
| 20. | Навоий | 1 599 | 1 766 595 543,44 | 2.61% |
| 21. | Наманган | 16 | 14 675 039,01 | 0,03% |
| 22. | Самарканд | 1 | 504 000,00 | 0,01% |
| 23. | Сурхандарья | 7 | 854 752 600,00 | 1,2% |
| 24. | Сырдарья | 4 | 499 794 000,00 | 0,76% |
| 25. | Ташкентская область | 1 124 | 3 684 660 687,94 | 5,44% |
| 26. | Фергана | 1 954 | 4 452 183 094,58 | 6,58% |
| 27. | Хорезм | 18 | 10 330 578,58 | 0,02% |
| 28. | Всего | 11 401 | 67 685 913 550,31 | 100% |

Роль РЦБ в экономике города Ташкента в разрезе регионов очень высока по сравнению с другими регионами. Это связано с тем, что наибольшее количество всех показателей, перечисленных в таблице, приходится на город Ташкент. Потому что большинство институтов в национальной структуре РЦБ сосредоточено в городе Ташкенте.

В целом, другие регионы не в полной мере используют возможности РЦБ, и это в свою очередь, ставит проблему привлечения инвестиций в экономику регионов. То есть на фондовом рынке существуют территориальные диспропорции, такое состояние соответствует характеру региональной экономики.

Согласно практики биржевых торгов, лидерство банков основано на том факте, что биржа включена в листинг, в который входят банки с высокой ликвидностью ценных бумаг (рис. 5).

¹⁸ Составлено на основе статистических данных РФБ «Тошкент» за 1 квартал 2021 года

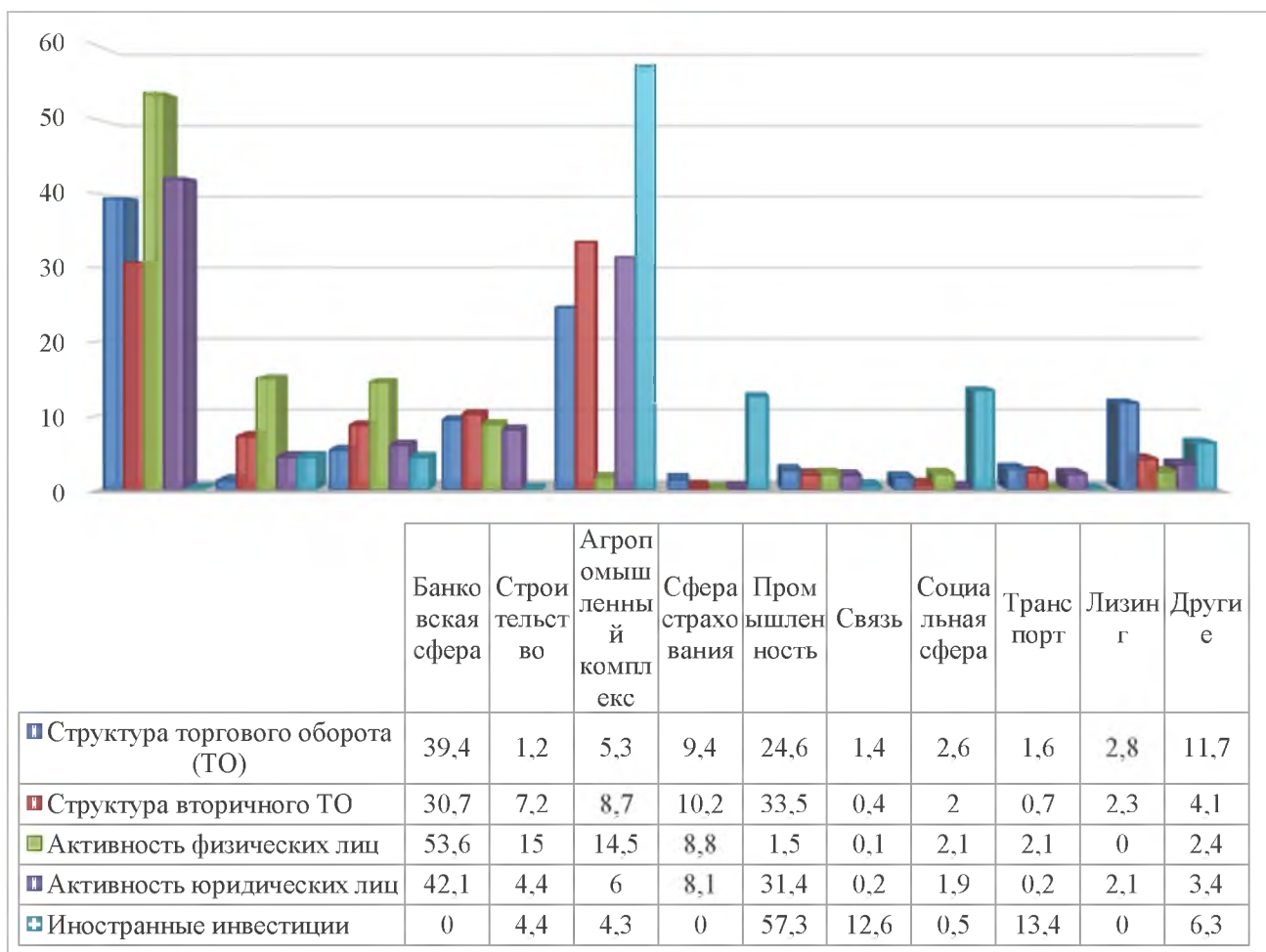


Рис.5. Отраслевое распределение активности РЦБ в 2020 году, в процентах¹⁹

В качестве ответа на вторую часть поставленных вопросов можно привести рисунок, где анализируются показатели на основе статистических данных в разрезе отраслей. Анализ этих данных и показателей показывает следующее.

Кроме этого, доля системы торговли ценными бумагами соответствует доле промышленных предприятий (отраслей), доля которых равна 24,6 процентов от общего объема сделок, совершенных по обороту акций.

В тройку лидеров входят агропромышленные предприятия, на долю которых приходится 5,3 процентов торгового оборота биржевых ценных бумаг. Наименьшая доля в этом показателе принадлежит сфере транспорта – 1,6 процентов и связи – 1,4 процентов.

Если наибольшая доля вторичной торговли ценными бумагами приходится на промышленный сектор – 33,5 процентов, то на следующей позиции оказались банки – 30,7 процентов, страхование – 10,2 процентов, агропромышленность – 8,7 процентов и строительство – 7,2 процентов. Наименьшая доля по этому показателю, как и ранее, принадлежит сфере транспорта – 0,7 процентов, и связи – 0,4 процентов.

¹⁹ Рассчитано на основе данных Государственного комитета Республики Узбекистан по статистике и РФБ “Ташкент”.

Если взять, что банки, страхование и лизинг – это все сферы финансовых услуг, то этот сектор удерживает лидерство в своих руках с показателем в 43,2 процентов. Это означает, что почти половина общего оборота вторичной торговли ценными бумагами осуществляется через организации, относящиеся к финансово-кредитной сфере.

В третьей главе диссертации **«Перспективы развития привлечения инвестиций в национальную экономику через рынок капитала»** проведена исследовательская работа по текущим проблемам привлечения инвестиций в экономику через ценные бумаги, путем их устранения и направления увеличения инвестиций в национальную экономику через рынок капитала.

В повышении роли рынка ценных бумаг в экономике важное значение имеет совершенствование регулятивной структуры рынка ценных бумаг. Ведь активность участников рынка ценных бумаг нашей страны в настоящее время оценивается как слабая, очень мало видов финансовых инструментов, находящиеся в обращении, уровень риска и волатильности высокий, капитализация и ликвидность низкие, объем торговли низкий, оборот медленный, механизм регулирования не совершенствуется и т.д. Все это временная ситуация, и в будущем неизбежно, что другие развивающиеся страны достигнут такого уровня конкурентоспособности, как фондовые рынки. Можно сказать, что в среднесрочной и долгосрочной перспективе можно ожидать, что Узбекистан будет стремительно развиваться в результате положительного влияния факторов, влияющих на повышение роли рынка ценных бумаг.

На сегодняшний день существует ряд насущных проблем и недостатков, которые ожидают своего решения в связи с дальнейшим развитием рынка капитала, формированием конкурентной среды и содействием повышению ликвидности фондового рынка, в том числе:

1. В области развития рынка капитала отсутствует государственная система стратегического планирования;

2. Доля ценных бумаг, находящихся в свободном обращении, по отношению к объему валового внутреннего продукта страны невелика (0,3 процента);

3. Большая часть сделок, осуществляемых на фондовом рынке (более 70 процентов от объемов на бирже), соответствует вкладу предприятий с государственным участием;

4. Ликвидность рынка ценных бумаг низкая, существует необходимость развития вторичного рынка государственных ценных бумаг, видов финансовых продуктов, внедренных на практике, недостаточно, государственные пакеты акций не продаются по принципу «одна акция – один лот», а заинтересованность хозяйствующих субъектов в привлечении средств на рынке ценных бумаг низкая;

5. Работа по привлечению крупных институциональных инвесторов с долгосрочными финансовыми ресурсами на рынок капитала идет слабо;

6. Рыночная инфраструктура рынка недостаточно обеспечена современными информационно-коммуникационными системами, а также неэффективно используются возможности локальных систем в этой области;

7. На региональном уровне инфраструктура рынка капитала абсолютно не развита;

8. В области рынков капитала нехватает высококвалифицированных специалистов, которые смогут активно продвигать и реализовывать меры по увеличению рыночной капитализации;

9. Существует множество правовых документов, которые предусматривают непропорциональное регулирование отрасли и не соответствуют современным требованиям рынка и международным стандартам;

10. Корпоративные отношения не основаны на современных подходах.

Координация рынка ценных бумаг Узбекистана осуществляется различными органами. Эти координирующие организации возникают из-за их институциональных особенностей в регулировании рынка ценных бумаг, и это обстоятельство приводит к противоречию некоторых аспектов их деятельности, низкой эффективности с точки зрения стратегического развития рынка ценных бумаг. В связи с этим в мировом опыте идет процесс создания единого органа по координации и регулированию финансового рынка. Теперь мы коснемся того, в какой степени этот процесс сформировался на немецком финансовом рынке.

Сейчас в мире идет процесс внедрения мегарегулятора. При этом существует несколько моделей взаимодействия государственных органов на финансовом рынке. Одним из них является наличие единого контролирующего органа и одного или двух органов, осуществляющих нормативное регулирование рынка. С помощью этой модели построен немецкий финансовый рынок.

Реформы, начатые в нашей стране, проводятся с целью создания рынка капитала, преобразования его в целостный механизм, как в развитых странах, преобразования финансовых инструментов, в том числе государственных предприятий и учреждений, в акционерное общество и достаточного обеспечения государственных пакетов акций путем продажи их частной собственности.

19 ноября 2020 года впервые в истории Узбекистана суверенная еврооблигация, которая считается инструментом привлечения капитала на современном финансовом рынке, была размещена на Лондонской фондовой бирже в национальной валюте – сум в объеме 2 трлн сумов²⁰.

Таблица 5.

²⁰<https://telegra.ph/%D0%8Ezбекiston-Respublikasi-Moliya-vazirligi-navbatdagi-suveren-hal%D2%9Baro-obligაციyalarнинг-boshlan%D2%93ich-foiz-stavkasini-ehlon-%D2%9Bildi-11-19>

Состав инвесторов, вложивших средства в суверенные еврооблигации Узбекистана (по регионам и секторам)²¹

| Структура инвесторов | 5 годовой (в процентах) | 10 годовой (в процентах) |
|-------------------------------------|--------------------------------|---------------------------------|
| Регионы | | |
| Великобритания | 39 | 32 |
| Страны Северной Америки | 23 | 31 |
| Европейские страны | 32 | 27 |
| Азиатские страны | 6 | 10 |
| Всего | 100 | 100 |
| Отрасли | | |
| Управленческие фонды | 75 | 78 |
| Страховые и пенсионные фонды | 20 | 16 |
| Банки | 5 | 6 |
| Всего | 100 | 100 |

Согласно объема сформированных заказов и анализа финансового консультанта-андеррайтера процентные ставки по облигациям в долларах и сумах были снижены до 3,875 процентов и 14,75 процентов соответственно, и по итогам торгов объем международных облигаций и процентные ставки установлены следующим образом²²:

10-летний транш доллара США: 555 миллионов долларов с купоном 3,70 процентов (на 0,55 процентов ниже первоначальной процентной ставки);

3-летний транш узбекского сума: 2 трлн сум с купоном 14,50 процентов (на 0,75 процентов ниже первоначальной процентной ставки).

Успех первых еврооблигаций на мировом фондовом рынке стал реальным историческим фактом, с реализацией огромной задачи, вхождением большого объема капитала в экономику нашей страны, а также достижением имиджа нашей страны на международной арене и доверия у инвесторов.

Направление освоенного капитала на сектора и отрасли экономики нашей страны, которые считаются наиболее приоритетными, является важной задачей правительства по четким указаниям в этом вопросе, что находится в центре внимания общественности.

С целью эффективного использования средств, полученных от размещения суверенных международных облигаций, особое внимание уделено размещению этих средств на основе рыночных механизмов. В частности, с учетом потребности коммерческих банков в долгосрочных финансовых ресурсах в процессе расширения и модернизации производственных мощностей, в соответствии с Указом Президента Республики Узбекистан от 2 апреля 2019 года №ПП-4258, в результате проведенного аукциона среди коммерческих банков, т.е. на основе эффективного рыночного механизма, установлено, что сумма в размере

²¹ Подготовлено автором на основе данных Министерства финансов РУз. www.mf.uz

²²<https://telegra.ph/%D0%8EzbeKiston-Respublikasi-Moliya-vazirligi-navbatdagi-suveren-hal%D2%9Baro-obligaciyalarning-boshlan%D2%93ich-foiz-stavkasini-ehlon-%D2%9Bildi-11-19>

889,2 миллиона долларов США, полученная от размещения суверенных международных облигаций, размещены в следующем депозите:²³

С наибольшей долей (24,3 процентов) средств, полученных от размещения международных облигаций, был внесен в депозит в Национальный банк ВЭД, наименьшая доля (1,7 процентов) принадлежит Микрокредитбанку. Эти средства вложены в депозит коммерческих банков с добавлением маржи +0,5 процентов от первоначально полученных процентов (4,75 процентов и 5,375 процентов) по международным облигациям²⁴.

Кроме того, акционерному коммерческому банку «Агробанк» выделена ссуда для кредитной линии в виде субординированного долга для финансирования проектов в размере в размере 20 миллионов долларов США (5,875 процентов и для финансирования стратегически важных проектов Навоийского горно-металлургического комбината в размере 89,9 миллиона долларов США (39,95 миллиона долларов по 5,75 процентов, 49,95 миллиона долларов по 6,375 процентов)²⁵.

Сегодня рынок капитала имеет всю необходимую нормативную базу, регулирующую выпуск, размещение и обращение ценных бумаг. В частности, Гражданский кодекс, Закон «О рынке ценных бумаг», Закон «Об акционерных обществах и защите прав акционеров», Закон «О фондовых биржах и биржевой деятельности», Закон «Об инвестиционных и паевых фондах», а также ряд юридических документов и правил организаторов торговли.

Торгово-расчетная структура узбекского фондовый рынок, обеспечивающая осуществление операций с рынком капитала, в ближайшем будущем должна будет претерпеть ряд изменений, которые необходимы для интеграции в глобальный фондовый рынок. Важную роль в этом играет Государственный центральный депозитарий. Фондовая биржа должна получить некоторые функции, выполняемые регулятором. Для этого он должен иметь широкие полномочия в работе с эмитентами. К таким полномочиям относятся контроль за соблюдением законодательства на этапе размещения ценных бумаг на фондовой бирже, контроль за эмитентами, ценные бумаги которых обращаются на фондовом рынке, требований законодательства о прозрачности информации. Все виды ценных бумаг на бирже должны торговаться на отдельных площадках.

²³Указ Президента Республики Узбекистан от 2 апреля 2019 года №ПП-4258 «Об эффективном использовании средств, полученных от размещения первых суверенных международных облигаций Республики Узбекистан»

²⁴<https://telegra.ph/%D0%8Ezbekiston-Respublikasi-Moliya-vazirligi-navbatdagi-suveren-hal%D2%9Baro-obligaciyalarning-boshlan%D2%93ich-foiz-stavkasini-ehlon-%D2%9Bildi-11-19>

²⁵<https://telegra.ph/%D0%8Ezbekiston-Respublikasi-Moliya-vazirligi-navbatdagi-suveren-hal%D2%9Baro-obligaciyalarning-boshlan%D2%93ich-foiz-stavkasini-ehlon-%D2%9Bildi-11-19>

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В результате научных исследований по совершенствованию практики привлечения инвестиций в экономику через рынок капитала были сформулированы следующие основные выводы.

1. Рынок капитала играет важную роль в социально-экономическом развитии страны, обеспечивая занятость и социальное благополучие за счет развития этого сектора, оптимизации себестоимости продукции за счет применения инновационных подходов к производственным процессам, дальнейшего развития процессов экономической интеграции за счет привлечения инвестиций с международного рынка капитала.

2. В научно-исследовательской работе, недостаточно изучены методы и механизмы привлечения инвестиций в экономику через рынок капитала в соответствии с современными особенностями развития рынка капитала. В целях разработки государственной программы по развитию рынка капитала и научного обоснования корпоративных финансовых стратегий целесообразно отдельно различать рынок капитала, который выполняет специальные функции (направление капитала из формы сбережений в инвестиции), и целевого пользователя финансовых ресурсов, привлеченных участниками рынка, являющегося важным элементом рынка.

3. Развитие корпоративного сектора экономики на основе международных современных подходов может быть достигнуто путем внедрения и постепенного расширения гибридных инструментов финансирования методов привлечения инвестиций. Внедрение практики финансирования деятельности по привлечению инвестиций в экономику через рынок капитала с помощью метода «Мезонин» послужит увеличению числа акционерных обществ, привлекающих финансовые ресурсы с рынка капитала, наряду с оптимизацией привлечения капитала с точки зрения взаимозависимости риска и прибыльности.

4. Практика привлечения инвестиций через рынок капитала представляет собой особенно сложный, многофакторный процесс, который увеличивает возможности применения международной методологии оценки экономической эффективности инвестиционных проектов на практике акционерных обществ путем внедрения методов количественной оценки средневзвешенной стоимости и уровня риска капитала, привлеченного акционерными обществами.

5. Сегодня, в условиях развития практики привлечения инвестиций в экономику через рынок капитала нашей страны, необходимо шире вовлекать в эти процессы не только коммерческие банки, но и предприятия реального сектора экономики. Совершенствование данной практики окажет положительное влияние на постепенное сокращение доли государства в уставном капитале акционерных обществ, усиление интеграции в международный финансовый рынок, наличие независимых международных рейтинговых индексов, и развитие механизмов современного корпоративного управления.

6. Абсолютные и относительные показатели развития рынка капитала Узбекистана указывают на необходимость совершенствования на макроуровне финансовой и денежно-кредитной политики стран из-за низкого уровня развития большинства азиатских стран. В свою очередь, создание крупных корпоративных структур на основе взаимного слияния и объединения капиталов в различных секторах экономики положительно влияет на ускорение оборачиваемости капитала в секторах экономики за счет развития привлечения и повторного использования финансовых ресурсов с рынка капитала.

7. Тот факт, что привлечение инвестиций в экономику недостаточно обеспечивается национальным рынком капитала, свидетельствует о том, что не в полной мере используются возможности экономического роста, отрицательно влияя на процессы воспроизводства в экономике. В частности, необходимо устранить проблемы, связанные с финансированием за счет привлечения инвестиций в экономику, повысить инвестиционную привлекательность и отменить требование по обеспечению для выпуска корпоративных облигаций обществам с ограниченной ответственностью в качестве альтернативного источника банковских кредитов. Внедрение такой практики позволяет более усвершенствовать рынок капитала за счет широкого использования финансовых инструментов, которые широко используются в международной практике.

**THE SCIENTIFIC COUNCIL № DSc.03/30.12.2019.I.17.01
FOR AWARDING SCIENTIFIC DEGREES AT THE
TASHKENT INSTITUTE OF FINANCE**

TASHKENT INSTITUTE OF FINANCE

ODILOV AKMALJON ODILOVICH

**WAYS TO DEVELOP INVESTMENT
IN THE ECONOMY THROUGH
THE CAPITAL MARKET**

08.00.07 – Finance, Money Circulation and Credit

ABSTRACT
of the dissertation of the Doctor of Philosophy (PhD) on Economic Sciences

Tashkent city – 2021 year

The theme of the doctoral dissertation of Doctor of Philosophy (PhD) was registered under B2020.2. PhD/Iqt1311. by the Supreme Attestation Commission of the Cabinet of Ministers of the Republic of Uzbekistan.

The dissertation (PhD) has been prepared at the Tashkent Institute of Finance.

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

Scientific supervisor: **Ataniyazov Jasurbek Khamidovich**
Doctor of Economic Sciences, Professor

Official opponents: **Jumaev Nodir Khosiyatovich**
Doctor of Economic Sciences, Professor

Komolov Odil Sayfiddinovich
Candidate of Economic Sciences, Associate Professor

Leading organization: **The Graduate School of Business and Entrepreneurship
under the Ministry of Economic Development and Poverty
Reduction**

The defense of the dissertation will take place on 12 «30» 2021 at 10⁰⁰ at the meeting of Scientific Council DSc.03/30.12.2019. I.17.01 at Tashkent Institute of Finance. Address: 100000, 60A, Amir Temur Street, Tashkent city. Phone: (99871) 234-53-34; fax: (99871) 234-46-26; e-mail: ilmiykengash@tfi.uz.

The dissertation can be reviewed at the Information Resource Center of the Tashkent Institute of Finance (registered number 266). Address: 100000, 60A, Amir Temur Street, Tashkent city. Phone: (99871) 234-53-34; Fax: (99871) 234-46-26, e-mail: admin@tfi.uz

The abstract of the dissertation was distributed on «17» 12 2021.
(mailing report №60 dated «17» 12 2021).



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

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

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

INTRODUCTION (abstract of the thesis of the doctor of philosophy (PhD))

The aim of the research work is to develop scientific proposals and recommendations for the development of investment in the economy through the capital market.

Research objectives are as following:

identification of scientific and theoretical bases for the development of investment in the economy through the capital market;

study of the structure of the capital market and its role in market relations in attracting investment to the economy;

development of recommendations for the effective organization of the capital market of the country on the basis of the study of the regulatory framework for the development of the capital market;

analysis of the state and dynamics of the development of the debt capital market in the national economy and the formation of appropriate conclusions;

formation of proposals based on the analysis of the role of the securities market in the system of links of the capital market structure;

analysis of investments in the regions and sectors of the economy through the securities market;

study of existing problems in attracting investments in the economy through securities;

identifying ways to increase investment in the national economy through the capital market.

The object of the research work is economic relations that arise in the development of attracting investment to the economy through the capital market.

The scientific novelties of the research are as follows:

in order to carry out privatization processes mainly in the domestic capital market, it is proposed to allow listing abroad only with dual listing;

it is proposed to increase the number of issuers by linking exchange traded funds to gold (Gold ETF), to optimize the process of new financial products and corporate governance;

it is proposed to introduce a abolition of the supply requirement for the issuance of corporate bonds in order to expand the number of stock market participants and attract free funds to the economy of the republic;

in order to expand the number of stock market participants, it is proposed to introduce trading in unregistered commercial paper.

The scientific and practical significance of the research work:

the principles of the capital market are described and generalized, the specific features of this market and its financial infrastructure are systematized, and the conceptual apparatus of the market is defined;

based on practical recommendations to improve the use of methods of attracting investment through the capital market;

developed scientific proposals for the development of investment attraction through the capital market and based on practical approaches to the effectiveness of

attracting financial resources;

it was found that the demand for investment in the economy of Uzbekistan is insufficiently met by the domestic capital market, and one of the quickest solutions to this problem is based on the proposal to develop financial relations with international capital markets;

it was found that the securities market in Uzbekistan is underdeveloped, which has led to some problems in attracting financial resources by the corporate sector, as well as a relatively low level of profitability in this sector of the economy.

Implementation of research results into practice. Based on the scientific results obtained on the development of investment in the economy through the capital market:

the proposal to deepen the privatization process, which is an important condition for the accelerated development of the Republic of Uzbekistan, mainly in the local capital market, to allow foreign listing in the country with a dual listing (dual listing) is reflected in the Decree of the President of the Republic of Uzbekistan dated April 13, 2021 "On measures to further develop the capital market" PF-6207 (Reference of the Ministry of Finance dated June 29, 2021 07 / 45-46-02-46-02-03-32 / 1803). As a result, the readiness of companies to enter the market on the basis of this offer, the selection of the best companies for privatization through the application of pricing policy, as well as single pricing in the public offering of shares;

proposal for the introduction of financial instruments (Gold ETF), such as exchange traded funds, which are successfully operating in international practice is reflected in the Decree of the President of the Republic of Uzbekistan dated April 13, 2021 "On measures to further develop the capital market" PF-6207 (Reference of the Ministry of Finance dated June 29, 2021 07 / 45-46-02-46-02-03-32 / 1803). As a result, based on the above proposal, increasing the number of issuers, optimizing the process of new financial products and corporate governance through active integration with international financial markets and the use of advanced approaches successfully tested abroad;

proposal to abolish the supply requirement for the issuance of corporate bonds in order to expand the number of stock market participants and attract free funds to the economy of the republic is reflected in the Decree of the President of the Republic of Uzbekistan dated April 13, 2021 "On measures to further develop the capital market" PF-6207 (Reference of the Ministry of Finance dated June 29, 2021 07 / 45-46-02-46-02-03-32 / 1803). As a result, the Ministry of Finance has developed a schedule of auctions for government securities and published them on the websites of the Ministry of Finance and the Uzbek Currency Exchange;

proposal to introduce trading in non-state-traded bonds (commercial paper) through the introduction of a modern financial instrument is reflected in the Decree of the President of the Republic of Uzbekistan dated April 13, 2021 "On measures to further develop the capital market" PF-6207 (Reference of the Ministry of Finance dated June 29, 2021 07 / 45-46-02-46-02-03-32 / 1803). As a result, the draft law of the Republic of Uzbekistan "On amendments and additions to some laws of the Republic of Uzbekistan" discussed by June 15, 2021. The draft law introduces the

concept of "exchange bond" in Article 3 of the Law of the Republic of Uzbekistan "On Securities Market".

Approbation of scientific results. The results of the study were discussed at 12 scientific conferences, including 8 international and 4 national scientific conferences.

Publication of the research results. A total of 12 scientific papers on the topic of the dissertation, including 5 articles in scientific publications recommended for publication of the main scientific results of dissertations of the Higher Attestation Commission of the Republic of Uzbekistan, including 3 foreign scientific journals.

Scope and structure of the dissertation. The dissertation consists of an introduction, three chapters, a conclusion, a list of references and appendices. The volume of the dissertation is 116 pages.

ЭЪЛОН ҚИЛИНГАН ИШЛАР РЎЙХАТИ
СПИСОК ОПУБЛИКОВАННЫХ РАБОТ
LIST OF PUBLISHED WORKS

I бўлим (I часть; Part I)

1. Odilov.A.O. The impact of capital markets on economic development in countries. TJE - Tematics Journal of Social Sciences // ISSN 2277-3010 Vol-8, Issue-4 (2021), pages 73-81. (08.00.00; №19; UIF-7.528)
2. Odilov.A.O. Uzbekistan's Capital Market and Economic Growth. TJE - Tematics Journal of Social Sciences // ISSN 2277-3010 Vol-8, Issue-4 (2021), pages 73-81. (08.00.00; №19; UIF-7.528)
3. Odilov.A.O. Prospects for the development of the capital market in Uzbekistan // Халқаро молия ва ҳисоб илмий электрон журнали – Тошкент, 2020 йил, №1, 1-6-б. (08.00.00; №19)
4. Odilov.A.O. Attractiveness of Uzbekistan's capital market. Логистика ва иқтисодиёт илмий электрон журнали – Тошкент, 2021 йил, №3, 60-64-б. (08.00.00)
5. Odilov.A.O. Uzbekistan's capital market's appealing feature // «Инновационные подходы в управлении финансовыми ресурсами хозяйствующих субъектов» мавзусидаги халқаро илмий-амалий конференция материаллари тўплами, VI қисм, Тошкент, 2020 йил, 488-490 б.
6. Odilov.A.O. Капитал бозори таркиби ва унинг бозор муносабатларидаги роли // «Халқаро капитал бозорига интеграциялашув жараёнида корпоратив молия ва молия бозорини комплекс ривожлантириш истикболлари» мавзусидаги халқаро онлайн илмий-амалий конференция материаллари тўплами, III қисм, Тошкент, 2021 йил, 195-198 б.
7. Odilov.A.O. The role of central banks in financial growth // «Ўзбекистоннинг халқаро молия тизимида интеграциялашувини кучайтириш йўллари» республика миқёсида ўтказилган илмий-амалий конференция материаллари тўплами, II қисм, Тошкент, 2020 йил, 105-106 бет.
8. Odilov.A.O. The importance of central banks communications // «Ўзбекистоннинг халқаро молия тизимида интеграциялашувини кучайтириш йўллари» республика миқёсида ўтказилган илмий-амалий конференция материаллари тўплами, II қисм, Тошкент, 2020 йил, 107-109 бет.

II бўлим (II часть; Part II)

9. A. Odilov, B. Jurayev. Investing In Corporate Social Responsibility, Banking Disclosure And Finance In Uzbekistan. The American Journal of Management and Economics Innovations // ISSN 2693-0811 Volume-III, Issue-05 (2021), pages 86-94, (№23; SJIF – 5,562).
10. Odilov.A.O. The factors of the attractiveness of the capital market of Uzbekistan // «Замонавий бизнесни бошқариш, иқтисодиёт, инновацион технологиялар ва ижтимоий фанларни ривожлантириш: назария ва амалиёт

уйгунлиги» мавзусидаги олий ўқув юртлариаро халқаро конференция материаллари тўплами, II қисм, Тошкент, 2021 йил, 429-430 б.

11. Odilov.A.O. Капитал бозори таркиби бўгинлари тизимида қимматли коғозлар бозорининг роли // «XXI аср глобал иқтисодиёти: иқтисодий пандемия ва рақамли технологиялар» мавзусидаги халқаро онлайн илмий-амалий конференция материаллари тўплами, 2021 йил, 703-705 б.

12. Odilov.A.O. Иқтисодиётга қимматли коғозлар бозори орқали инвестицияларни жалб қилишдаги мавжуд муаммолар // «XXI аср глобал иқтисодиёти: иқтисодий пандемия ва рақамли технологиялар» мавзусидаги халқаро онлайн илмий-амалий конференция материаллари тўплами, 2021 йил, 709-711 б.

Автореферат «Moliya» журналида тахрирдан ўтказилди.

Босишга рухсат этилди: 16.12.2021 йил.
Бичими 60x84 1/16. «Times New Roman»
гарнитурда рақамли босма усулида босилди.
Шартли босма табоги 3,4. Адади: 100. Буюртма: № 74.

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