

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

ТОШКЕНТ МОЛИЯ ИНСТИТУТИ

БОЗОРОВ АЛИШЕР РЎЗИМУРОДОВИЧ

РЕАЛ СЕКТОР КОРХОНАЛАРИНИ ҚИММАТЛИ ҚОҒОЗЛАР
ОРҚАЛИ МОЛИЯЛАШТИРИШ МЕХАНИЗМИНИ
ТАКОМИЛЛАШТИРИШ

08.00.07 – Молия, пул муомаласи ва кредит

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

Тошкент шаҳри – 2022 йил

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

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

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

Бозоров Алишер Рўзимуродович

Реал сектор корхоналарини қимматли қоғозлар орқали молиялаштириш
механизмини такомиллаштириш.....3

Бозоров Алишер Ружимуродович

Совершенствование механизма финансирования через ценные бумаги
компаний в реальном секторе25

Bozorov Alisher Ruzimurodovich

Improving the financing mechanism through securities of companies in the real
sector.....47

Эълон қилинган ишлар рўйхати

Список опубликованных работ

List of published works52

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

ТОШКЕНТ МОЛИЯ ИНСТИТУТИ

БОЗОРОВ АЛИШЕР РЎЗИМУРОДОВИЧ

РЕАЛ СЕКТОР КОРХОНАЛАРИНИ ҚИММАТЛИ ҚОҒОЗЛАР
ОРҚАЛИ МОЛИЯЛАШТИРИШ МЕХАНИЗМИНИ
ТАКОМИЛЛАШТИРИШ

08.00.07 – Молия, пул муомаласи ва кредит

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

Тошкент шаҳри – 2022 йил

Иқтисодиёт фанлари бўйича фалсафа доктори (PhD) диссертацияси мавзуси
Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамаси ҳузуридаги Олий аттестация комиссиясида
№ В2017.3.PHD/Iqt332 рақам билан рўйхатга олинган

Диссертация Тошкент молия институтида бажарилган

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

Илмий раҳбар:

Шарифходжаев Усман Улфатович
иқтисодиёт фанлари доктори

Расмий оппонентлар:

Жумаев Нодир Хосиятович
иқтисодиёт фанлари доктори, профессор
Мухамедов Фарход Турсунбаевич
иқтисодиёт фанлари доктори, профессор

Етакчи ташкилот:

Тошкент давлат иқтисодиёт университети

Диссертация ҳимояси Тошкент молия институти ҳузуридаги илмий даражалар берувчи
DSc 03/30.12.2019.117.01 рақамли Илмий кенгашнинг 2022 йил «25» 02 кунини
соат 14⁰⁰ даги мажлисида бўлиб ўтади. (Манзил: 100000, Тошкент шаҳри, Амир Темур кўчаси,
60-А уй. Тел.: (99871) 234-53-34, факс: (99871) 234-46-26, e-mail: ilmiykengash@tfi.uz.)

Диссертация билан Тошкент молия институти Ахборот-ресурс марказида танишиш мумкин
264 рақами билан рўйхатга олинган) (Манзил: 100000, Тошкент шаҳри Амир Темур кўчаси, 60-А
уй. тел.: (99871) 234-53-34, факс: (99871) 234-11-48, e-mail: admin@tfi.uz.)

Диссертация автореферати 2022 йил «12» 02 кунини тарқатилади.
(2022 йил «12» 02 даги 12- рақамли реестр баённомаси)



Ғ.З.Тешабасв

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

Ф.К.Холмаматов

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

И.Н.Кўзиёв

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

КИРИШ (фалсафа доктори (PhD) диссертацияси аннотацияси)

Диссертация мавзусининг долзарблиги ва зарурати. Жаҳон бозорда рақобатнинг кучайиши реал сектор корхоналари томонидан инновацияларга бўлган эҳтиёжнинг ортиб боришига олиб келмоқда. Реал сектор корхоналарида инновацион янгиланишларга ҳамда модернизацияга бўлган эҳтиёж унинг қимматли қоғозлар бозорида ҳам фаол иштирок этишига тақозо этади. Қимматли қоғозлар бозорини такомиллаштириш, жумладан фонд биржалари ҳамда инвестицион фондларнинг фаолиятини халқаро стандартларга мослаштириш, қимматли қоғозлар орқали реал сектор корхоналарини молиялаштириш механизмининг иқтисодий-ҳуқуқий асосларини ишлаб чиқиш реал сектор корхоналарининг фаолияти ривожланишида ҳамда рақобатбардошлигининг ортишида муҳим омиллардан ҳисобланади. Жаҳон фонд биржалар федерацияси (WFE)нинг маълумотларига кўра «2021 йил бошида Америкада 17 та, Осиё-Тинч океани давлатларида 22 та, Европа-Ўрта Шарқ-Африка мамлакатларида 51 та фонд биржалари бўлиб, уларнинг йиллик капитализацияси 2020 йил якунлари бўйича 110 392 900,8 млн. долларни ташкил этиб, бу кўрсаткич 2019 йилга нисбатан 19 фоизга ошган. Фонд биржаларда қимматли қоғозлари билан қатнашаётган компаниялар сони эса 2019 йилда 58 113 тани ташкил этган, 2020 йилга келиб 55 316 тага ёки 4,8 фоизга камайган»¹. Шу жиҳатлардан ҳам ушбу мавзуни кенг тадқиқ этиш мамлакатда қимматли қоғозлар бозори ҳамда улар орқали молиялаштириладиган реал сектор корхоналарининг ривожланишида долзарб аҳамият касб этади.

Жаҳон миқёсида корхоналарнинг молиявий барқарорлигини таъминлаш ва зарур ҳолатларда қулай молиялаштириш манбаларини топиш бўйича доимий илмий изланишлар ва тадқиқотлар олиб борилмоқда. Илмий изланишлар ва тадқиқотлар доирасида корхоналарнинг, айниқса реал сектор корхоналари турли замонавий ва йўқотишлар rischi паст бўлган молиялаштириш воситаларига алоҳида эътибор берилмоқда. Ўрганишлар натижасида нафақат ривожланаётган мамлакатлар балки ривожланган мамлакатларда ҳам реал сектор корхоналарини молиялаштиришнинг оптимал воситалари бўйича илмий, назарий ва амалий ечимини топмаган муаммолар мавжуд. Аксарият муаммолар пандемия даврида янада ўз таъсирини кўрсатди. Эмитентлар ва биржалар веб-сайтларида барча инвесторлар учун зарур ва қулай бўлган маълумотларни осон топиш имконияти, қимматли қоғозлар эмиссия босқичлари, корхоналарнинг жозибдорлигини ошириш воситалари ва уларга таъсир қилувчи омиллар етарлича очиб берилмаган. Шу боис, реал сектор корхоналарини қимматли қоғозлар орқали молиялаштириш механизмининг такомиллаштириш бўйича илмий тадқиқотлар олиб боришни тақозо этмоқда.

Ўзбекистон иқтисодиёти тажрибасида реал сектор корхоналарини молиялаштириш асосан давлат бюджети ҳисобидан амалга оширилганлиги,

¹<https://www.world-exchanges.org/> Жаҳон фонд биржалар федерацияси расмий сайти маълумотлари

молиявий манбаларни жалб қилишнинг замонавий воситаларидан тўлиқ фойдаланилмаётганлиги, қимматли қоғозлар иштирокининг ўрни юқори эмаслиги, молия бозорида капитал айланиши сустлиги, халқаро молия бозорларидан тўғридан-тўғри манбаларни жалб қилиш амалиётининг камлиги, ривожланган мамлакатлардан фарқли равишда эмиссия босқичларининг мураккаблиги каби қатор муаммолар мавжуд. «2021 йилга келиб 2019 йилнинг сентябр ҳолатига нисбатан корхоналар сонида саноат тармоғи 37,4 фоизга камайган. Умумий сонда 2019 йил сентябр ҳолатига нисбатан 2021 йил январ ҳолатига корхоналар сони 148 тага ёки 17,4 фоизга камайган»². «Қимматли қоғозлар марказий депозитарийси» давлат корхонасининг 2021 йилнинг 9 ойлик фаолияти натижаларига кўра жами 603 та акциядорлик жамиятидан 239 тасида давлат улуши 120 740,1 млрд. сўмни ташкил этмоқда»³. Республикамиз иқтисодиёти ўсишини таъминлаш, рақобатбардошликни янада ошириш, инвестицияларни реал секторга йўналтириш каби ислохотлари амалга оширилаётган даврда иқтисодиётда давлат иштирокини янада камайтириш, қимматли қоғозлар бозорини ривожлантириш ва унда соғлом рақобат муҳитини яратиш иқтисодиётнинг барча секторлари, айниқса реал сектор ва қимматли қоғозлар бозорининг барқарор ривожланишига сабаб бўлади.

Ўзбекистон Республикасининг 2014 йил 12 сентябрдаги ЎРҚ-375-сонли «Биржалар ва биржа фаолияти тўғрисида»ги Ўзбекистон Республикаси Қонунига ўзгартиш ва қўшимчалар киритиш ҳақида»ги Қонуни, Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2021 йил 13 апрелда ПФ-6207-сонли Капитал бозорини янада ривожлантириш чора-тадбирлари тўғрисида»ги, 2020 йил 27 октябрдаги ПФ-6096-сонли «Давлат иштирокидаги корхоналарни ислох қилишни жадаллаштириш ҳамда давлат активларини хусусийлаштиришга оид чора-тадбирлар тўғрисида»ги, 2015 йил 24 апрелдаги ПФ-4720-сонли «Акциядорлик жамиятларида замонавий корпоратив бошқарув услубларини жорий этиш чора-тадбирлари тўғрисида»ги Фармонлари, Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2019 йил 26 апрелда 358-сонли «Фонд биржасида акцияларнинг бирламчи ва иккиламчи оммавий таклифларини ўтказишни ташкил этиш тўғрисида»ги қарори ва қимматли қоғозлар бозорини такомиллаштиришга қаратилган бошқа меъёрий-ҳуқуқий ҳужжатларда белгиланган вазифаларни амалга оширишда мазкур диссертация тадқиқоти муайян даражада хизмат қилади.

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

Муаммонинг ўрганилганлик даражаси. Ушбу мавзунинг кенг

²<https://www.cbu.uz/> Ўзбекистон Республикаси Марказий банки расмий сайти маълумотлари

³<http://www.deponet.uz/> Қимматли қоғозлар марказий депозитарийси расмий сайти маълумотлари

камровлилигини ҳисобга олиб, биз мавзуни ўрганган олимлар ва уларнинг илмий ишларини таҳлил қилдик. Қимматли қоғозлар бозорини тадқиқ қилган хорижий олимлардан Андреас Энгертабк, Ларс Хорну, Девид Кронин, Питер Г.Данн, Ҳадие Аслана, Правин Кумар⁴ ва бошқаларнинг илмий тадқиқотлари ўрганилди. Реал сектор корхоналарининг фаолиятини тадқиқ этган олимлар сифатида Анвар Гумерова, Андрей Саркин, Борис Аверьянов, Свирина Анна, Багаутдинова Наиля, Гафуров Ильшат⁵ каби муаллифларнинг илмий тадқиқотларини ўрганилди.

Мамлакатимиз иқтисодчи олимларидан Ш.Ш.Шоҳаъзамий, М.Б.Хамидулин, С.Э.Элмирзаев, Ф.Т.Мухамедов, Қ.Р.Чинқулов, Х.Х.Худойқулов⁶ ва бошқаларнинг илмий тадқиқотларида қимматли қоғозлар бозори ва унда қатнашувчиларининг фаолиятлари кенг ўрганилган.

Аммо, реал сектор корхоналарини қимматли қоғозлар орқали молиялаштиришнинг механизми самарали ва тўла тадқиқ этилган илмий ишлар салмоғининг мамлакатимизда юқори эмаслиги ушбу мавзуни кенг тадқиқ қилиш эҳтиёжини келтириб чиқаради.

Диссертация мавзусининг диссертация бажарилган олий таълим муассасаси илмий-тадқиқот ишлари режалари билан боғлиқлиги.

Мазкур диссертация тадқиқоти Тошкент молия институти илмий тадқиқот ишлари режасининг «Иқтисодиётни модернизация қилиш шароитида молия, банк ва ҳисоб тизимини мувофиқлаштиришнинг илмий асослари» стратегик тадқиқотлар мавзуси доирасида бажарилган.

Тадқиқотнинг мақсади реал сектор корхоналарини қимматли қоғозлар орқали молиялаштириш механизмининг такомиллаштиришга оид таклиф ва тавсиялар ишлаб чиқиш.

Тадқиқотнинг вазифалари қуйидагилардан иборат:

инновацион иқтисодиёт шароитида реал сектор корхоналарини молиялаштиришнинг илмий-назарий жиҳатларини ўрганиш;

реал сектор корхоналарини молиялаштиришда қимматли қоғозларнинг роли ва қўлланиш хусусиятларини ўрганиш;

⁴Andreas Engertabc, Lars Hornu. Market standards in financial contracting: The Euro's effect on debt securities// Journal of International Money and Finance//Volume 85, July 2018, Pages 145-162., David Cronin, Peter G.Dunne. How effective are sovereign bond-backed securities as a spillover prevention device?// Journal of International Money and Finance// Volume 96, September 2019, Pages 49-66., Hadiye Aslana, Praveen Kumar. The real effects of forced sales of corporate bonds// Journal of Monetary Economics//Volume 95, May 2018, Pages 1-17.

⁵Anvar Gumerova, Andrey Sarkin, Boris Averyanov. Elaboration of Enterprise Development Strategy in Real Sector of Economy Using Quality Management Tools// Procedia Economics and Finance//Volume 15, 2014, Pages 687-694., Svirina Anna, Bagautdinova Nailya, Gafurov Ilshat. Interrelation of Real Economy Sector Enterprises with University in Contemporary University Development// Procedia - Social and Behavioral Sciences//Volume 191, 2 June 2015, Pages 1377-1382

⁶ Шоҳаъзамий Ш. Ш. Методологические основы и приоритеты стратегического развития рынка ценных бумаг в Узбекистане. 08.00.07- «Финансы, денежное обращение и кредит». Автореферат. Т.:2011., Хамидулин М.Б. Развитие финансового механизма корпоративного управления: Автореф. Дисс. ... и.ф.д. – Тошкент, 2008. – 10 б., С.Э.Элмирзаев ва бошқалар. Молия бозори. Дарслик, 18 бет, Тошкент 2019 йил, 3-б., Мухамедов Ф.Т. «Ўзбекистонда қимматли қоғозлар бозори савдо тизимларини ривожлантириш йўналишлари». ИФД (DSc) дар. ол. уч. ёз. Дисс. Автореф., 2019 й- 26-б., Чинқулов Қ.Р. Акциядорлик жамиятларини корпоратив қимматли қоғозлар орқали молиялаштиришни такомиллаштириш. И.ф. б. ф. д. (PhD) дар. ол. уч. ёз. дисс. автореф. -Т.: ТМИ, 2019. – 18 б., Худойқулов Х.Х. «Акциядорлик жамиятларининг капитал қийматини баҳолашнинг методологик асосларини такомиллаштириш». И.Ф.Д. (DSc) дар. ол. уч. ёз. Дис.автореф. –Т.: ТДИУ, 2021.

реал сектор корхоналарини қимматли қоғозлар орқали молиялаштиришнинг илғор хориж тажрибаларини ўрганиш;

қимматли қоғозлар эмиссияси босқичлари ва ташкил этилиш ҳолатини таҳлил қилиш;

акцияларни жойлаштириш орқали реал сектор корхоналарини молиялаштириш амалиёти таҳлил қилиш;

корпоратив облигациялар жойлаштириш орқали реал сектор корхоналарини молиялаштиришнинг амалдаги ҳолатини таҳлил қилиш;

реал сектор ва қимматли қоғозлар бозорини ўзаро боғлиқ ҳолда ривожлантириш йўналишларини тадқиқ этиш;

реал сектор корхоналарини қимматли қоғозлар орқали молиялаштириш механизминини такомиллаштириш масалаларига қаратилган илмий асосланган таклиф ва тавсиялар ишлаб чиқиш.

Тадқиқотнинг объекти сифатида Ўзбекистонда фаолият юритаётган реал сектор корхоналари фаолиятини қимматли қоғозлар орқали молиялаштириш механизми олинган.

Тадқиқотнинг предмети сифатида мамлакатимизда фаолият юритаётган реал сектор корхоналарини қимматли қоғозлар орқали молиялаштириш жараёнларидаги молиявий муносабатлар мажмуи олинган.

Тадқиқотнинг усуллари. Диссертация ишида гуруҳлаш, дедукция, қиёсий таққослаш, кузатув, назарий ва амалий ўрганиш, статистик таҳлил, истиқболли прогнозлаштириш ва омилли таҳлил усулларидан фойдаланилган.

Тадқиқотнинг илмий янгилиги қуйидагилардан иборат:

қимматли қоғозлар бозори регулятор ва савдо ташкилотчилари томонидан барча инвесторлар учун қулай бўлган эмитентлар акциялар турлари, имтиёзли акциялар бўйича қатъий белгиланган ҳолда тўланадиган дивидендлар, муомаладаги облигациялар ва уларнинг фоизлари тўлов миқдорлари ва муддатларини ўз ичига олувчи очиқ маълумотлар мажмуини яратиш таклиф этилган;

давлат улушига эга бўлган корхоналарни маҳаллий фонд биржасида оммавий таклиф қилиш орқали хусусийлаштиришни рағбатлантиришда акцияларни IPO (Initial Public Offering) ёки SPO (Secondary public offering) усулида жойлаштириш натижалари қайта кўриб чиқилмаслиги асосланган;

реал сектор корхоналари томонидан корпоратив облигацияларни ёпик обуна тартибида жойлаштиришга қўйиладиган талабларни соддалаштириш мақсадида таъминланганлик талабини бекор қилиш таклиф этилган;

реал сектор корхоналари акцияларини дастлаб миллий фонд биржасида, сўнгра хорижий фонд бозорларида очиқ жойлаштиришдан олдин андеррайтер ва консалтинг ташкилотларининг акцияларни жойлаштириш нархи, ҳажми, бозорга чиқиш вақти ва листинг жойи бўйича хулосаларини олиш таклиф этилган.

Тадқиқотнинг амалий натижалари қуйидагилардан иборат:

истикболда эмитентлар, хусусан реал сектор корхоналари ахборот очиклиги асосида инвестицион жозибадорлигини оширишга хизмат қилиши асосланган;

реал сектор корхоналари томонидан қўшимча акциялар ёки бошқа қимматли қоғозлар эмиссияси ҳисобига молиялаштириш ҳажмини ошириш ҳамда давлат улушини оммавий жойлаштиришлар ҳисобига камайитириш зарурлиги очиб берилган;

акцияларни очик жойлаштиришдан олдин андеррайтер ва консалтинг ташкилотларининг акцияларни жойлаштириш нархи, ҳажми, вақти ва жойи бўйича хулосаларини олиш эмиссия муваффақиятини таъминлаши асосланган;

қимматли қоғозлар бозорида иштирок этувчилар ўртасида рақобатни ошириш ва қимматли қоғозларнинг капиталлашувини кўпайишишига олиб келади;

ривожланган мамлакатларда муваффақиятли тажрибадан ўтган замонавий воситаларни қўллаш орқали маҳаллий ва хорижий, юридик ва жисмоний шахс ҳисобланган инвесторларнинг молия бозорида даромад олишларига ишонч ва қулайлик яратиш зарурлиги илгари сурилган.

Тадқиқот натижаларининг ишончлилиги тадқиқотда қўлланилган ёндашув ва усулларнинг мақсадга мувофиқлиги, маълумотларнинг расмий манбалардан, жумладан Ўзбекистон Республикаси Давлат статистика қўмитасининг статистик маълумотлари, Марказий банк маълумотлари, «Тошкент» Республика фонд биржаси, Қимматли қоғозлар марказий депозитарийси ҳамда реал сектор корхоналарининг ҳисобот манбаларидан фойдаланилганлиги билан изоҳланади.

Тадқиқот натижаларининг илмий ва амалий аҳамияти. Тадқиқот доирасида ишлаб чиқилган илмий таклиф ва амалий тавсиялар Ўзбекистондаги реал сектор корхоналарини қимматли қоғозлар орқали молиялаштириш механизмини такомиллаштиришга, шунингдек, реал сектор корхоналарининг қимматли қоғозлар бозоридаги иштирокини такомиллаштиришга қаратилган илмий тадқиқотларни амалга оширишда фойдаланиш мумкинлиги билан изоҳланади.

Тадқиқот натижаларининг амалий аҳамияти ишлаб чиқилган таклиф ва амалий тавсиялардан реал сектор корхоналарининг фаолиятида қимматли қоғозларни муомалага чиқариш ва уларнинг фонд бозоридаги фаолияти бўйича ишлаб чиқилган дастурий ҳужжатларда ҳамда қимматли қоғозлар бозорини самарали ривожлантиришга қаратилган комплекс чора-тадбирлар мажмуини ишлаб чиқишда фойдаланилганлиги билан белгиланади. Шу билан бирга, Ишлаб чиқилган таклиф ва тавсиялар давлат органлари, реал сектор корхоналари томонидан фойдаланилган. Тадқиқот ишининг назарий, услубий ва таҳлилий асослари олий таълим муассасалари бакалавр ва магистратура талабалари учун «Молия бозори», «Корпоратив молия», «Молиявий менежмент» каби фанлардан маърузалар тайёрлаш ва ўқитишда фойдаланилмоқда.

Тадқиқот натижаларининг жорий қилиниши. Реал сектор корхоналарини қимматли қоғозлар орқали молиялаштириш механизмини такомиллаштириш бўйича олинган илмий натижалар асосида:

қимматли қоғозлар бозори регулятор ва савдо ташкилотчилари томонидан барча инвесторлар учун қулай бўлган эмитентлар, акциялар турлари, имтиёзли акциялар бўйича қатъий белгиланган ҳолда тўланадиган дивидендлар, муомаладаги облигациялар ва уларнинг фоизлари тўлов миқдорлари ва муддатларини ўз ичига олувчи маълумотлар базасини яратиш кераклиги таклифи Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2021 йил 13 апрелдаги «Капитал бозорини янада ривожлантириш чора-тадбирлари тўғрисида» ПФ-6207 сонли Фармони билан тасдиқланган «2021-2022 йилларда капитал бозорини ривожлантириш Дастурини амалга ошириш бўйича йўл харитаси»ни ишлаб чиқишда фойдаланилган (Ўзбекистон Республикаси Молия Вазирлигининг 2021 йил 21 июндаги 06/06-04-01-32/1554-сон маълумотномаси). Мазкур таклиф эмитентлар, хусусан, реал сектор корхоналари ахборот очиклиги асосида инвестицион жозибадорлигини оширишга хизмат қилган;

давлат улушига эга бўлган корхоналарни маҳаллий фонд биржасида оммавий таклиф қилиш орқали хусусийлаштиришни рағбатлантиришда акцияларни IPO ёки SPO усулида жойлаштириш натижалари қайта кўриб чиқилмаслиги бўйича таклифи асосида Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2021 йил 13 апрелдаги «Капитал бозорини янада ривожлантириш чора-тадбирлари тўғрисида» ПФ-6207-сонли Фармонида ўз аксини топган (Ўзбекистон Республикаси Молия Вазирлигининг 2021 йил 21 июндаги 06/06-04-01-32/1554-сон маълумотномаси). Мазкур таклиф эмитентлар, хусусан, реал сектор корхоналари томонидан қўшимча акциялар эмиссияси ҳисобига молиялаштириш ҳажмини ошириш ҳамда давлат улушини оммавий жойлаштиришлар ҳисобига камайтириш имконини берган;

реал сектор корхоналари томонидан корпоратив облигацияларни ёпиқ обуна тартибида жойлаштиришга қўйиладиган талабларни соддалаштириш мақсадида таъминланганлик талабини бекор қилиш таклифи. Мазкур таклиф Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2021 йил 13 апрелдаги «Капитал бозорини янада ривожлантириш чора-тадбирлари тўғрисида» ПФ-6207 сонли Фармони билан тасдиқланган «2021-2022 йилларда капитал бозорини ривожлантириш Дастурини амалга ошириш бўйича йўл харитаси»ни ишлаб чиқишда фойдаланилган (Ўзбекистон Республикаси Молия Вазирлигининг 2021 йил 21 июндаги 06/06-04-01-32/1554-сон маълумотномаси). Мазкур таклиф ёпиқ жойлаштириш олдиндан белгиланган шахслар ўртасида амалга оширилиши асосида таъминланганлик талабининг бекор қилиниши реал сектор корхоналарида молиялаштиришни диверсификациялаш имконини берган;

реал сектор корхоналари акцияларини дастлаб миллий фонд биржасида, сўнгра хорижий фонд бозорларида очик жойлаштиришдан олдин андеррайтер ва консалтинг ташкилотларининг акцияларни жойлаштириш нархи, ҳажми, бозорга чиқиш вақти ва листинг жойи бўйича хулосаларини

олиш таклифи Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2021 йил 13 апрелдаги «Капитал бозорини янада ривожлантириш чора-тадбирлари тўғрисида» ПФ-6207-сонли Фармонида ўз аксини топган ҳамда 2023 йил 1 январдан бошлаб мазкур тартиб жорий этилиши белгиланди (Ўзбекистон Республикаси Молия Вазирлигининг 2021 йил 21 июндаги 06/06-04-01-32/1554-сон маълумотномаси). Мазкур таклиф очик жойлаштиришдан олдин андеррайтер ва консалтинг ташкилотларининг акцияларни жойлаштириш нархи, ҳажми, вақти ва жойи бўйича хулосаларини олиш эмиссия муваффақиятини таъминлаган.

Тадқиқот натижаларининг апробацияси. Мазкур тадқиқот натижалари 5 та, жумладан 3 та республика ва 2 та халқаро илмий-амалий конференцияларда муҳокамадан ўтказилган.

Тадқиқот натижаларининг эълон қилиниши. Диссертация мавзуси бўйича жами 12 та илмий иш, шу жумладан, Ўзбекистон Республикаси Олий аттестация комиссиясининг докторлик диссертациялари асосий илмий натижаларини чоп этиш бўйича тавсия этган илмий нашрларда 7 та илмий мақола, шундан 5 таси республика ва 2 таси хорижий журналларда нашр этилган.

Диссертациянинг тузилиши ва ҳажми. Диссертация иши кириш, учта боб, хулоса, фойдаланилган адабиётлар рўйхати ва иловалардан иборат. Диссертация ҳажми 122 бетни ташкил этади.

ДИССЕРТАЦИЯНИНГ АСОСИЙ МАЗМУНИ

Кириш қисмида тадқиқотнинг долзарблиги ва аҳамияти асосланган, тадқиқотнинг мақсади ва асосий вазифалари, объекти ва предмети тавсифланган, миллий иқтисодиёт ривожланишининг устувор йўналишларига монандлиги аниқланган. Шунингдек, киришда тадқиқот ишининг илмий янгилиги ва амалий натижалари келтирилган, олинган натижаларнинг илмий ва амалий аҳамияти баён этилган, натижаларини амалиётга жорий қилиш, нашр қилинган ишлар сони ва диссертация тузилиши бўйича маълумотлар берилган.

Диссертациянинг «**Инновацион иқтисодиёт шароитида реал сектор корхоналарини молиялаштиришнинг илмий-назарий асослари**» деб номланган биринчи бобида иқтисодиётнинг реал сектор корхоналарини молиялаштиришнинг илмий-назарий жиҳатлари, реал сектор корхоналарини молиялаштиришда қимматли қоғозларнинг роли ва қўлланиш хусусиятлари, реал сектор корхоналарини қимматли қоғозлар орқали молиялаштиришнинг илғор хориж тажрибалари атрофлича тадқиқ қилинган ва тегишли хулосалар шакллантирилган.

Иқтисодиёт реал сектори - молиявий хизматлар кўрсатадиган корхоналардан ташқари моддий ва номоддий ишлаб чиқариш тармоқларини ўзида акс эттирган йирик тузилма ҳисобланиб, энергетика саноати, транспорт саноати, нефт ва газ саноати, логистика саноати, металлургия, тиббиёт, фармацевтика, тоғ-кончилик саноати, ишлаб чиқариш, инфорацион технологиялар, туризм ва қишлоқ хўжалиги каби тармоқларни қамраб олади.

Сўнгги йилларда ялпи ички маҳсулот (ЯИМ)да реал сектор тармоғининг улуши ортиб бормоқда. ЯИМнинг ўртача ҳисобда 75 фоизи реал сектор тармоқларига тўғри келади, жумладан, иқтисодиётдаги саноат соҳаси 24,8 фоизни, қишлоқ, ўрмон ва балиқчилик хўжалиги соҳалари эса 23 фоизни ташкил этмоқда. ЯИМда реал сектор тармоқларининг катта ўрин эгаллаши, бу секторни ўрни муҳимлигини, молиялаштириш манбаларини кўпайтириш кераклигини асослайди⁷.

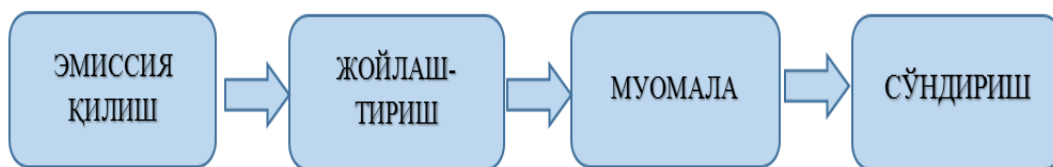
Корхоналарни ички ва ташқи манбалар асосида молиялаштиришнинг услублари мавжуд. Ўрганишларимиз натижасига кўра корпоратив тузилмаларда ўз фаолиятини молиялаштиришнинг асосий ички манбалари соф фойда, амортизация ажратмалари, фойдаланилмаётган активларни сотиш, активларни ижарага бериш ва бошқалар.

Ташқи манбалар сифатида эса банк кредити, қимматли қоғоз чиқариш (акция, облигация), давлат бюджетидан субсидиялар, инвестицион фондлар ва бошқалар⁸.

Қуйидаги 1-расмда эмитентлар томонидан қимматли қоғозларни муомалага чиқариш ва қимматли қоғозларнинг бозоридаги фаолияти бўйича босқичларга бўлиб чиқилди.

⁷ <https://www.stat.uz/> Ўзбекистон Республикаси Давлат Статистика қўмитасининг расмий сайти

⁸ Муаллиф томонидан тузилган



1-расм. Қимматли қоғозларнинг айланиш жараёни⁹

1-расмдан кўринадикки, қимматли қоғозларнинг даврийлиги тўрт босқичда давом этиб, бу босқичлар қимматли қоғозларнинг турига қараб ҳар хил кўринишда бўлади. Масалан акция бўйича унинг эмиссияси, дастлабки жойлаштириш, бозордаги муомалада бўлиши ва акциядорлик жамияти (АЖ)нинг фаолияти даврига ёки акциядорларнинг овоз бериши натижасига боғлиқ ҳолатлар бўйича сўндирилиш даврларни ўз ичига олади.

Яқин вақтгача корпоратив молияда банк тизимининг устунлиги билан ажралиб турадиган Япония, Германия ва континентал Европанинг аксарият мамлакатлари, бир неча йирик акциядорлар, шу жумладан етакчи банклар, қимматли қоғозлар ҳамда улушларнинг катта қисмини ўзларида жамлаганлар. Масалан, Германияда ҳанузгача 89 фоиз акциядорлик жамиятларининг камида битта акциядори бор, 25 фоиз акцияларни назорат қилади, бундан ташқари, агар компания самарасиз бўлса, мумкин бўлган қўшилиш ва сотиб олиш бўйича музокараларни мураккаблаштиради. Шу билан бирга, Япониядаги молиявий институтлар барча акцияларнинг 73 фоизини, Германияда - 64 фоизни (банклар - мос равишда 19 ва 10 фоиз) назорат қилиб туришди.

Ўзбекистон Республикаси қонунчилигига кўра қимматли қоғозларнинг эмиссия қилиш жараёнлари 7 та босқични¹⁰, Россия Федерациясида эмиссия жараёнлари 5 та босқични¹¹ ўз ичига олади. Бу ҳолатда ривожланган мамлакатлар тажрибаларини ўрганиш ва қимматли қоғозларнинг эмиссия босқичларини максимал имкониятда рақамли технологиялар асосида йўлга қўйишни талаб этади.

Диссертациянинг «**Реал сектор корхоналарини қимматли қоғозлар орқали молиялаштиришнинг амалдаги ҳолати таҳлили**» деб номланган **иккинчи бобда** қимматли қоғозлар эмиссияси босқичлари ва ташкил этилиш ҳолати, акцияларни жойлаштириш орқали реал сектор корхоналарини молиялаштириш амалиёти таҳлили, корпоратив облигациялар жойлаштириш орқали реал сектор корхоналарини молиялаштиришнинг амалдаги ҳолати таҳлил қилинган.

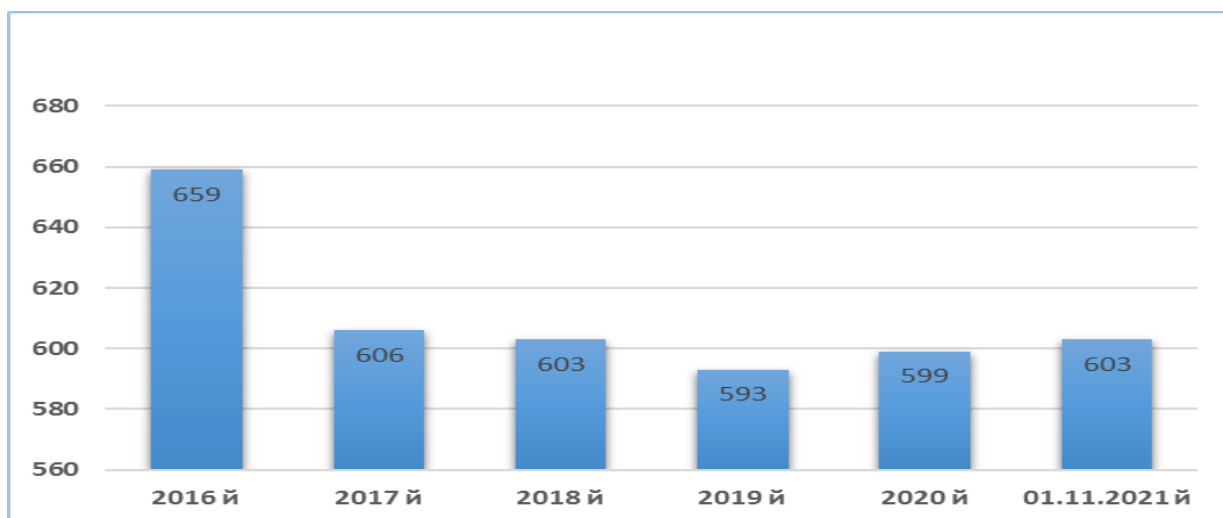
Акциялар акциядорлик жамиятлари ҳисобланган реал сектор корхоналари учун ҳам асосий молиялаштириш манбасидир. Бу борада корпоратив бошқарув тизимини чуқур ислоҳ қилишга қаратилган Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2015 йил 24 апрелдаги ПФ-4720 сонли

⁹ Муаллиф томонидан тузилган

¹⁰<https://www.lex.uz/> Ўзбекистон Республикаси қонунчилик маълумотлари миллий базаси сайти

¹¹ <https://www.lawbook.online> Электрон кутубхона (Россия Федерацияси)

«Акциядорлик жамиятларида замонавий корпоратив бошқарув услубларини жорий этиш чора-тадбирлари тўғрисида»¹²ги Фармонидан келиб чиқиб акциядорлик жамиятларининг фаолияти такомиллаштирилиб келинмоқда. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2015 йил 24 апрелдаги ПФ-4720 сонли Фармонига кўра фаолият кўрсатаётган 364 та акциядорлик жамияти ночор ва тугатилиши ёки бошқа ташкилий-ҳуқуқий шаклга айлантирилиши лозим деб, топилган. Шу боисдан эътибор қаратиш лозим бўлган жиҳатлардан бири бу Ўзбекистонда акциядорлик жамиятларининг сондаги ўзгаришлар бўлиб, ўзгаришлар қуйидагича (2-расм).



2-расм. Акциядорлик жамиятлари сонининг ўзгариши (сонда)¹³

Юқоридаги жадвалга биноан акциядорлик жамиятлари сони 2016 йил ҳолатига нисбатан 2021 йилнинг 1 ноябр ҳолатига 659 тадан 603 тага ёки 10 фоиз га камайган. Шунингдек, жами 603 тадан 240 таси ёки 39,8 фоизи давлат улушига эга АЖлар ҳисобланади. Ушбу ўзгаришларнинг ижобий жиҳатлари сифатида, хорижий ва маҳаллий инвестицияларни жалб қилиш, фонд бозорида даромадлиги юқори бўлган қимматли қоғозлар савдоларини ташкил этиш, фаолияти қониқарли бўлмаётган АЖлари фаолиятини такомиллаштириш, молиялаштириш манбаларини кўпайтириш, келажакда ишсизликни олдини олиш, моддий-техник таъминотни яхшилаш, эски бўлинма ва лавозимларни тугатиш, бошқарув ходимлари фаолиятини қайта кўриб чиқиш, тажрибали ходимларнинг фаолиятини ташкил этиш ва бошқаларни келтириб ўтиш мумкин.

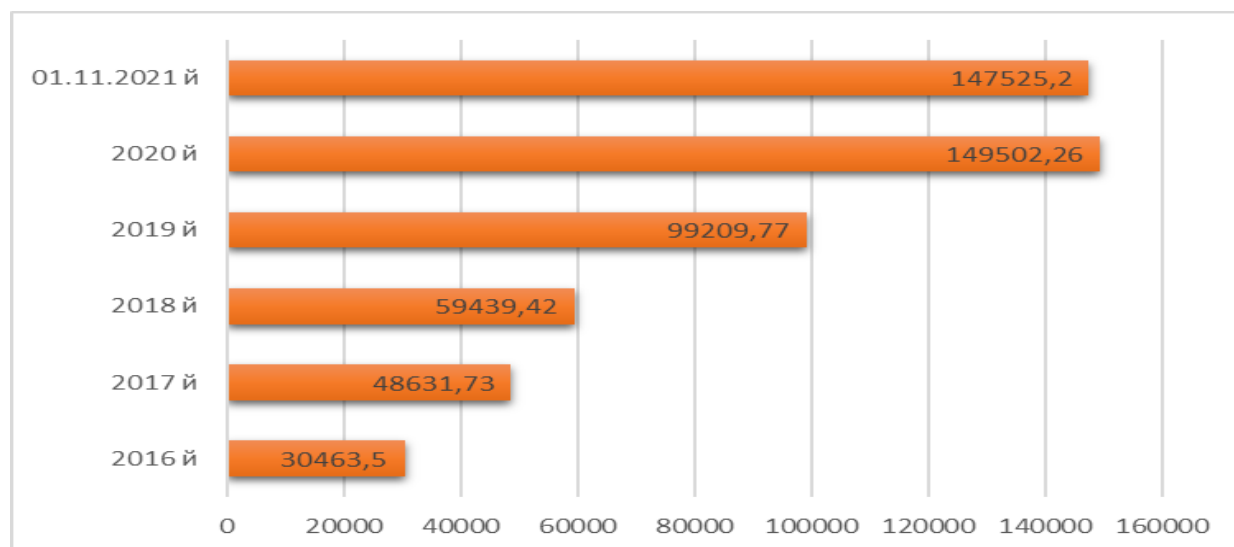
Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2015 йил 24 апрелдаги ПФ-4720 сонли «Акциядорлик жамиятларида замонавий корпоратив бошқарув услубларини жорий этиш чора-тадбирлари тўғрисида»¹⁴ги Фармонидан келиб чиқиб АЖларини сони камайтирилгани натижасида фонд

¹² <https://www.lex.uz/> Ўзбекистон Республикаси қонунчилик маълумотлари миллий базаси сайти

¹³ <http://www.deponet.uz/> Қимматли қоғозлар марказий депозитарийси расмий сайти маълумотлари асосида муаллиф томонидан тузилган

¹⁴ <https://www.lex.uz/> Ўзбекистон Республикаси қонунчилик маълумотлари миллий базаси сайти

бозорида муомалага чиқарилган акцияларнинг умумий ҳажмидаги ўзгаришлар эса қуйидагича (3-расм).



3-расм. Акциядорлик жамиятлари томонидан эмиссия қилинган акцияларнинг умумий ҳажми динамикаси (млрд. сўм)¹⁵.

3-расмдан кўринадики, Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2015 йил 24 апрелдаги ПФ-4720 сонли Фармонида келиб чиқиб АЖларининг сони камайганлиги билан, АЖлари томонидан муомалага чиқарилаётган акциялар ҳажмида ижобий ўзгаришларни кўриш мумкин, жумладан сўнгги 5 йил ва 2021 йилнинг йилнинг 1 ноябрь ҳолатида акцияларнинг ҳажми кўпайиб келмоқда. 2016-2021 йиллар давомида ўзидан олдинги йилга нисбатан ўртача 39 фоизга акцияларнинг сўмдаги умумий ҳажми ортган, айниқса 2020 ва 2021 йилнинг октябр оyi ҳисоби бўйича олдинги йилларга нисбатан ўртача 55 фоизга ортганлигини кўриш мумкин. Айнан шу ўрганилган даврда жами 147 525,2 млрд. сўм миқдоридagi эмиссия қилинган акциялар ҳажмининг 82,2 фоизи ёки 121 240 млрд. сўми давлат улуши ҳисобланади.

Жаҳон тажрибасига кўра фонд бозорларида қимматли қоғозларнинг бир қанча турлари бўлиб, асосан акция билан бирга облигация тури ҳам кенг қўлланилиб келинмоқда. Мамлакатимизда ҳам маҳаллий ёки анъавий шакл ва кўринишларда қимматли қоғозларнинг бир қанча кўринишлари мавжуд бўлиб, уларнинг номланиши ва қўлланилиши билан фарқ қилиши мумкин.

Сўнгги йилларда республикаимиз амалиётида қимматли қоғозларнинг корпоратив облигация тури, акциялардан кейинги ўринда фаол муомалада бўлиб келмоқда. Эмитент томонидан облигацияларни чиқариш (агар эмитентнинг уставида бошқача ҳолат назарда тутилмаган бўлса), кузатув кенгаши қарорига мувофиқ амалга оширилади. Корпоратив облигациялар эмиссияси бўйича сўнгги йиллардаги динамикаси қуйидагича (1-жадвал).

¹⁵ <http://www.deponet.uz/> Қимматли қоғозлар марказий депозитарийси расмий сайти маълумотлари асосида муаллиф томонидан тузилган

1-жадвал

2016-2020 йилларда эмиссия қилинган корпоратив облигациялар¹⁶

№	Даврлар	Корпоратив облигациялар умумий сони (млрд. сўм)	Корпоратив облигациялар умумий миқдори (млн. дона)
1.	2016 йил	0,61	228,56
2.	2017 йил	0,55	251,27
3.	2018 йил	0,50	198,06
4.	2019 йил	0,79	488,06
5.	2020 йил	0,47	281,24
6.	01.11.2021 йил	0,35	733,30

1-жадвалда акциядорлик жамиятлари томонидан муомалага чиқарилган корпоратив облигациялар кескин камайиб борган, яъни, 2016 йил июль ҳолатига нисбатан 2021 йил июль ҳолатига бориб 42,6 фоизга камайган, бироқ корпоратив облигацияларнинг номинал қийматига нисбатан ҳисобга олганда умумий миқдори ошганлиги эътиборни тортади, яъни, 2016 йил июль ҳолатига нисбатан 2021 йил июль ҳолатига бориб 320,8 фоизга кўпайганлигини кўришимиз мумкин.

Сўнгги йилларда акциядорлик жамиятлари томонидан корпоратив облигациялар амалиётда асосан иқтисодиётнинг молиявий секторида қўлланилиб келинмоқда. Навбатдаги жадвалдан Қимматли қоғозлар марказий депозитарийсида ҳисоби юритилаётган корпоратив облигациялар куйидагича:

2-жадвал

Корпоратив облигацияларни эмитентлар томонидан чиқарилиш ҳажми ва сони тўғрисидаги маълумот¹⁷ (01.11.2021 ҳолатига)

№	Эмитентлар	Чиқарилишлар ҳажми (млрд.сўм)	Облигациялар сони (млн.дона)
1	Банклар	305,18	0,26
2.	Бошқа эмитентлар	428,13	0,096
2.1	Ўзвотсаноат АЖ	50	0,05
2.2	«FIRST DEVELOPING GROUP» MCHJ	5,13	0,005
2.3	«UZREPORT» Axborot agentligi MCHJ	30	0,001
2.4	«IMKON FINANS» mikroredit tashkiloti АЖ	4	0,004
2.5	«MIND ASIA» MCHJ	126	0,013
2.6	«CHUST RIR MIKROKREDIT TASHKILOT» MCHJ	2	0,002
2.7	«AKFA MEDLINE» MCHJ	211	0,021
	Жами	733,3	0,356

2-жадвал маълумотлардан кўришиб турибдики корпоратив облигациялар бўйича умумий ҳажмининг 41,6 фоизи, жами сонининг эса, 73,03 фоизи банклар ҳисобига тўғри келмоқда. Корпоратив облигациялар эмиссияси умумий ҳажмининг 11,6 фоизи, жами сонининг эса 15,73 фоизи реал

¹⁶ <http://www.deponet.uz/> Қимматли қоғозлар марказий депозитарийси расмий сайти маълумотлари асосида муаллиф томонидан тузилган

¹⁷ <http://www.deponet.uz/> Қимматли қоғозлар марказий депозитарийси расмий сайти маълумотлари асосида муаллиф томонидан тузилган

секторнинг иштирокчиси сифатида «Ўзавтосаноат» АЖ, «FIRST DEVELOPING GROUP» МЧЖ, «UZREPORT» МЧЖларига тўғри келмоқда.

Реал сектор корхоналари қимматли қоғозлар муомаласи учун очиқлик муҳим ҳисобланади. Шу боисдан қимматли қоғозлар савдо ташкилотчилари, регулятор веб-сайтларида барча инвесторлар учун қулай бўлган эмитентлар, акциялар турлари, имтиёзли акциялар бўйича қатъий белгиланган ҳолда тўланадиган дивидендлар, муомаладаги облигациялар ва уларнинг фоизлари тўлов миқдорлари ва муддатларини ўз ичига оловчи маълумотлар эълон қилиб борилиши лозим. Бунда мисол учун Ўзавтосаноат АЖнинг корпоратив облигациялари мисолида қуйидагича маълумотлар эълон қилиниши лозим, деб ҳисоблаймиз.

3-жадвал

Эмитентни корпоратив облигациялар эълони бўйича маълумотлар¹⁸

Эмитент	Облигация тури	Эълон шакли	Номинал қиймати	Жами облигациялар сони	Умумий қиймати	Даромадлиқ даражаси	Даврийлиги	Сўндирилиш муддати
Ўзавтосаноат АЖ	Корпоратив обл.лар	Ёпик	1 млн.	50 000	50 млн.	9%	3 ой	1825

Мазкур тартибда облигация эмиссияси ҳақида маълумотнинг қўйилиши инвесторга қулай таҳлил ва осон қарор қабул қилиш имконини беради. Шунингдек, ташқи инвесторларга ҳам қулай бўлишини ҳисобга олган ҳолда хорижий тилларда эълон қилиниши лозим.

Ўз навбатида қиммати қоғозларнинг яна кенг тарқалган туридан акциялар бўйича 4-жадвалда Кварц акциядорлик жамияти ва Олмалик КМК мисолида кўриб чиқамиз.

4-жадвал

Эмитентни акциялар эмиссияси бўйича маълумотлар¹⁹

Эмитент	Акция тури	Номинал қиймати	Акциялар сони	Умумий қиймати	Даромадлиқ даражаси	Даврийлиги
Кварц АЖ	Оддий	1715	23 963 940	50 000 000 000	Молиявий натижа асосида	АУЙ қарори асосида
Олмалик КМК	Имтиёзли	3914	2 249 558	8 804 770 012	25 фоиз	Йилда бир марта

Жадвалда келтирилган тартибда маълумотларни қимматли қоғозлар савдо ташкилотчилари ҳисобланган биржалар веб-сайтларида эълон қилиниши инвесторлар учун асосий зарур маълумотларни олиш имконини беради. Кварц АЖда оддий акциялар эмиссияси бўйича, Олмалик КМКнинг имтиёзли акциялар эмиссияси бўйича маълумотлар киритилган. Шу билан бирга, акциялар эмиссияси бўйича маълумотларни бошқа тилларда келтирилиши ташқи инвесторларни жалб этишда жозибадорликни оширишга хизмат қилади.

¹⁸<http://www.uzavtosanoat.uz/> Ўзавтосаноат АЖ расмий сайти маълумотлари асосида муаллиф томонидан тузилган

¹⁹ Кварц АЖ ва Олмалик КМК АЖ ҳисоботлари асосида муаллиф томонидан тузилган

2020 йилнинг биринчи ярим йиллигига қадар «Кварц» акциядорлик жамияти томонидан 9 марта акциялар муомалага чиқарилган бўлиб, қуйидаги жадвалда сўнгги 5 йил давомида «Кварц» акциядорлик жамияти томонидан чиқарилган акцияларнинг миқдори келтирилган. Шу кунга қадар жамият томонидан имтиёзли акциялар ва корпоратив облигациялар муомалага чиқарилмаган.

5-жадвал

2015-2019 йилларда «Кварц» акциядорлик жамияти томонидан чиқарилган акциялар²⁰

№	Акция тури	Акция чиқарилган сана	Акция сони (дона)	Акциянинг номинал қиймати (сўм)	Умумий чиқарилган акциялар ҳажми (сўм)
1.	Оддий	2015 йил август	23 963 940	1 715	41 098 157 100
2.	Оддий	2017 йил июнь	21 785 400	1 715	37 361 391 000
3.	Оддий	2017 йил сентябр	4 574 934	1 715	7 846 011 810
4.	Оддий	2019 йил июнь	48 244 609	1 715	82 705 204 435

5-жадвалга биноан «Кварц» акциядорлик жамиятининг устав капитали миқдори 82705204435 сўмни ташкил этиб, жами овоз берувчилар сони 96 449 218 донани ташкил этади. 2015 йилда қабул қилинган қимматли қоғозларни чиқариш тўғрисидаги қарорга кўра, номинал қиймати 1715 сўм бўлган 23 963 940 дона оддий акциялар муомалага чиқарилган ҳамда умумий чиқарилиш ҳажми номинал қийматга нисбатан 41 098 157 100 (41 миллиард 98 миллион 157 минг 100) сўмни ташкил этган.

Қимматли қоғозлар орқали реал сектор корхоналарини молиялаштиришда хусусийлаштириш амалиётлари ҳам муҳим аҳамият касб этади, бунда Давлат улушига эга бўлган корхоналарни маҳаллий фонд биржасида оммавий таклиф орқали хусусийлаштиришни рағбатлантириш мақсадида оммавий савдолар орқали акцияларни IPO ёки SPO усулида жойлаштириш натижалари қайта кўриб чиқилмаслигини мақсадга мувофиқ. Мазкур жиҳат эмитентлар, хусусан реал сектор корхоналари томонидан қўшимча акциялар эмиссияси ҳисобига молиялаштириш ҳажмини ошириш ҳамда давлат улушини оммавий жойлаштиришлар ҳисобига камайтириш имконини беради. Бу борада акциялар чиқарилиши жойлашган деб топиш тартибини ўзгартириш талаб этилади.

6 жадвал

Акциялар чиқарилишини амалга ошган, деб топиш тартиби²¹

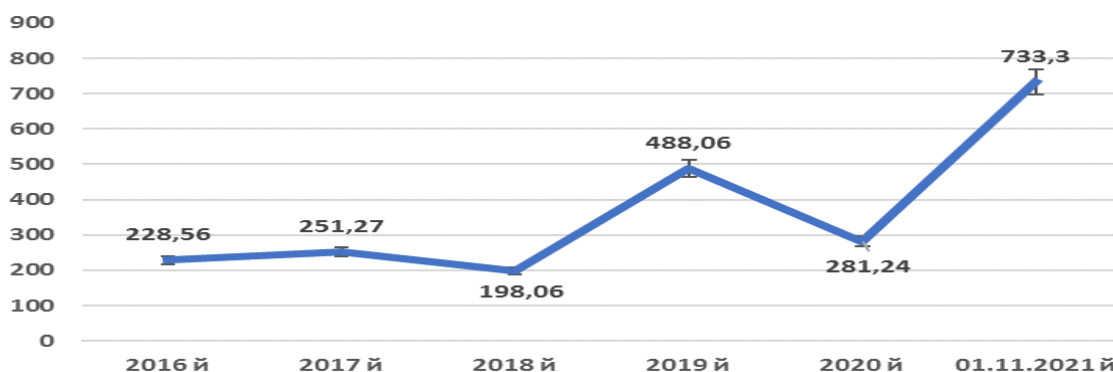
Т/р	Жойлаштириш шакли	Амалдаги таклиф
1	Ёпиқ хусусий шаклда жойлаштириш	Ёпиқ обуна бўйича камида 60 % жойлаштирилганда амалга ошган деб эътироф этилади
2	Очиқ обуна бўйича оммавий жойлаштириш	Очиқ обуна бўлганда камида 30 % жойлаштирилганда амалга ошган, деб топилади

²⁰<https://www.kvarts.uz/> «Кварц» АЖ расмий сайти маълумотлари асосида муаллиф томонидан тузилган

²¹<https://www.lex.uz/> Ўзбекистон Республикаси қонунчилик маълумотлари миллий базаси сайти маълумотлари асосида муаллиф томонидан тузилган

Акцияларни ёпиқ хусусий усулда жойлаштиришда чиқариш тўғрисидаги қарорда белгиланган муддатда мазкур чиқарилишдаги акциялар ва бошқа эмиссиявий қимматли қоғозларнинг 60 фоиздан кам қисми жойлаштирилган тақдирда амалга ошмаган деб эътироф этилади. Халқаро тажрибаларга кўра бу тўғри амалиёт, лекин акцияларни очик ёки оммавий жойлаштиришда белгиланган камида 30 фоизлик талаб, эмитентларга ортикча муаммони юзага келтиради. Масалан 29 фоиз жойлаштирилган ҳолатда ҳам чиқарилиш амалга ошмаган, деб топилиши натижасида эмитент қайтариб сотиб олишга ва қилинган харажатлар асосида зарар кўришга мажбур бўлади. Шу боисдан давлат улушига эга бўлган корхоналарни маҳаллий фонд биржасида оммавий таклиф қилиш натижасида хусусийлаштиришни рағбатлантириш мақсадида оммавий савдолар орқали акцияларни IPO ёки SPO усулида жойлаштириш натижалари қайта кўриб чиқилмаслиги лозим.

Қуйидаги расмда Қимматли қоғозларнинг Марказий депозитарийси томонидан 2016-2021 йиллар давомида рўйхатга олинган корпоратив облигацияларнинг миқдоридаги ўзгаришлар келтирилган.



4-расм. 2016-2021 йилларда корпоратив облигациялар миқдори динамикаси²²

4-расм маълумотларидан кўриниб турибдики, 2016-2017 йилларда корпоратив облигациялар эмиссияси ҳажми ўсиш, 2017-2018 йиллар давомида эса пасайиш, 2020-2021 йилларда яна олдинги йилларга нисбатан кескин ўсиш тенденциясини кўришимиз мумкин.

Бу борада «Ўзавтосаноат» акциядорлик жамияти томонидан эмиссия қилинган корпоратив облигациялар қуйидагича (7-жадвал).

7-жадвал

«Ўзавтосаноат» акциядорлик жамияти томонидан эмиссия қилинган корпоратив облигациялар²³

Эълон шакли	Номинал нархи	Чиқариш муддати	сони	Умумий қиймати	Йиллик ставкаси	% тўлаш муддати	вақти
Ёпиқ	1 млн. сўм	1825 кун	50 000 дона	50 млрд. сўм	9 %	Ҳар чоракда	22.05.17
Очиқ	1 млн. сўм	йиллик	35 000 дона	35 млрд. сўм	7 %	Ҳар чоракда	15.07.11 ²⁴

²² <http://www.deponet.uz/> Қимматли қоғозлар марказий депозитарийси расмий сайти маълумотлари асосида муаллиф томонидан тузилган

²³ <http://www.openinfo.uz/> Молия вазирлиги корпоратив ахборот ягона портали

²⁴ <http://www.cbonds.ru/> Молиявий бозорларга ихтисослашган ахборот агентлик сайти

7-жадвалда келтирилган миқдордаги облигациялар бўйича «Ўзавтосаноат» акциядорлик жамияти бир қанча параметрлар бўйича муомалага чиқарилиши белгиланган. Шунини қайд этиш керакки, «Ўзавтосаноат» акциядорлик жамияти томонидан муомалага чиқарилган корпоратив облигациялар мажбуриятларни тугаш санаси 2016 йил 18 октябр этиб белгиланган бўлиб, ушбу санада корпоратив облигациялар сўндирилган²⁵.

Реал сектор корхоналари томонидан корпоратив облигацияларни ёпиқ обуна тартибида жойлаштиришга қўйиладиган талабларни соддалаштириш бу борада амалиётнинг ривожланишига хизмат қилади. Шу мақсадда таъминланганлик талабини бекор қилиш бўлиб, бунда: Ёпиқ жойлаштириш олдиндан белгиланган шахслар ўртасида амалга оширилиши асосида таъминланганлик талабининг бекор қилиниши реал сектор корхоналарида молиялаштиришни диверсификациялаш имконини беради.

8-жадвал

Корпоратив облигациялар эмиссияси бўйича тартиб²⁶

№	Амалдаги ҳолат	Бизнинг таклиф
1	Агар корпоратив облигациялар суммаси эмитентнинг ўз капитали миқдоридан ошса, эмитент ошган сумма учун таъминот бериши шарт.	Корпоратив облигацияларни ёпиқ обуна тартибида жойлаштиришга қўйиладиган талабларни соддалаштириш мақсадида таъминланганлик талаби бундан мустасно бўлиши.
2	Сўнгги бир йилда рентабеллик, тўловга қобилиятлилик, молиявий барқарорлик ва ликвидлиликнинг ижобий кўрсаткичларига эга бўлган эмитентлар томонидан эмиссия қилинади.	Сўнгги бир йилда рентабеллик, тўловга қобилиятлилик, молиявий барқарорлик ва ликвидлиликнинг ижобий кўрсаткичларига эга бўлган эмитентлар томонидан эмиссия қилиш.
3	Корпоратив облигациялар чиқарилишидан олдинги бир йил учун молиявий ҳисобот бўйича аудиторлик хулосаси мавжуд бўлганда эмиссия қилиш.	Корпоратив облигациялар чиқарилишидан олдинги икки йил учун молиявий ҳисобот бўйича ижобий аудиторлик хулосаси мавжуд бўлганда эмиссия қилиш.
4	Инвесторларга тегишли маблағларнинг эмитентлар томонидан тўланиши бўйича тўлов агентлари вазифасини бажарувчи тижорат банклари иштирокида чиқарилади.	Инвесторларга тегишли маблағларнинг эмитентлар томонидан тўланиши бўйича тўлов агентлари вазифасини бажарувчи тижорат банклари иштирокида чиқарилади.

Ёпиқ жойлаштириш олдиндан белгиланган шахслар ўртасида амалга оширилиши асосида таъминланганлик талабининг бекор қилиниши реал сектор корхоналарида молиялаштиришни диверсификациялаш имконини беради.

Диссертациянинг учинчи бобида «**Реал сектор корхоналарини қимматли қоғозлар орқали молиялаштириш механизмини такомиллаштириш йўллари**» илмий ва амалий жиҳатдан тадқиқ қилинган.

²⁵ <http://www.uzavtosanoat.uz/> Ўзавтосаноат АЖ расмий сайти

²⁶ <https://www.lex.uz/> Ўзбекистон Республикаси қонунчилик маълумотлари миллий базаси сайти маълумотлари асосида муаллиф томонидан тузилган

Реал сектор ва қимматли қоғозлар бозорини ўзаро боғлиқ ҳолда ривожлантириш йўналишлари, Реал сектор корхоналарини қимматли қоғозлар орқали молиялаштириш механизмини такомиллаштириш масалалари кўриб чиқилган.

Ҳозирги кунда Республикамизда корхоналарни молиялаштиришнинг энг оммалашган шакларидан бири банк кредитлари бўлиб, улар бўйича 2015 йил якуни ва 2021 йилнинг май охи давлари оралиғидаги кредит ставкалари куйидагича:

9-жадвал

**Ўзбекистон Республикасидаги банк кредитларининг ўртача
ставкалари²⁷**

(ўртача тортилган фоиз ставкалари)

Кредит ажратилган валюта бўйича	сана	Жами кредитлар бўйича	Кредит муддати		
			Қисқа (365 кунгача)	Узоқ (1 йилдан узоқ)	Жумладан 10 йилдан юқори
Миллий валютадаги банк кредитлари бўйича фоиз ставкалари	дек.15	13,9	13,6	14,1	13
	дек.16	13,9	13,6	14,0	12,8
	дек.17	18,5	17,6	18,7	14,7
	дек.18	21,8	22,4	21,5	18,2
	дек.19	24,8	24,7	25,1	18,5
	дек.20	18,8	18,4	19,1	17,2
	май.21	21,3	21,2	21,4	17,2
Чет эл валютасидаги банк кредитлари бўйича фоиз ставкалари	дек.15	4,3	8,7	4	3
	дек.16	5,3	8,4	4,10	3
	дек.17	5,6	7,8	5,30	3
	дек.18	6,1	7,8	5,9	4,6
	дек.19	7,7	8,7	7,5	5,1
	дек.20	6,4	6,5	6,3	2,5
	май.21	6,70	6,40	6,80	5,40

Банкларнинг кредит фоизи ставкалари иқтисодиёт ривожига таъсир этувчи асосий омилларда бири ҳисобланади. Банк кредит ставкалари доимий ўзгарувчан бўлган, шунинг билан бирга миллий валютадаги ставкалар ўсиб борган. 2015 йил декабр ҳолатида миллий валютадаги жами кредитлар бўйича ўртача ставкалари 13,9 фоиз этиб белгиланган бўлса, 2021 йилнинг май охи ҳолатида 21,3 фоиз этиб белгиланган ёки 2015 йилга нисбатан миллий валютадаги жами кредитлар бўйича ўртача ставка 53,2 фоизга ошган. Бироқ чет эл валютасидаги банк кредитлари бўйича фоиз ставкалари сўнгги 7 йилда 6,7 фоиз дан 4,3 фоизга камайган. Кредит фоиз ставкаларидаги доимий ўзгаришлар корхона менежерларига инвестицион режалаштиришда салбий таъсир этувчи омиллардан бири бўлиб ҳисобланади.

Бу борада андеррайтер ва консалтинг ташкилотлари баҳолашлари ва тавсиялари асосида маҳаллий реал сектор корхоналари акцияларини дастлаб миллий фонд биржасида, сўнгра хорижий фонд бозорларида жойлаштириш бўлиб, бунда: очик жойлаштиришдан олдин андеррайтер ва консалтинг

²⁷ <https://www.cbu.uz/> Ўзбекистон Республикаси Марказий банки расмий сайти маълумотлари асосида муаллиф томонидан тузилган

ташкilotларининг акцияларни жойлаштириш нархи, ҳажми, вақти ва жойи бўйича хулосаларини олиш эмиссия муваффақиятини таъминлайди. 10-жадвалда консалтинг ташкilotларининг хулосаларидаги асосий кўрсаткичларидан айримларини келтириб ўтамиз.

10-жадвал

Андеррайтер ва консалтинг ташкilotларининг акцияларни жойлаштириш нархи, ҳажми, вақти ва жойи бўйича хулосалари²⁸

PricewaterhouseCoopers консалтинг ва аудиторлик хизматларини кўрсатувчи компания	
1.	IPO ни режалаштириш ва тайёргарлик кўриш:
	IPOга тайёргарликни амалга ошириш режаси
	IPO тайёргарлигини баҳолаш (IPO диагностикаси)
2.	Фонд биржага чиқариш:
	Лойиҳани ташкил қилиш;
	IPOни амалга ошириш;
3.	IPO дан кейинги натижалар
KPMG халқаро аудиторлик компанияси	
1.	Компаниянинг инвестицион жозибadorлигини ва ташқи инвесторларни қаноатлантириш даражасини баҳолаш
2.	Компаниянинг рентабеллиги ва молиявий ҳисоботларини, юридик ташкилий жиҳатларини, ишончлилигини баҳолаш
3.	Жорий IPO учун қулай давр ҳисобланадими
4.	IPO учун талаб қилинадиган вақтни белгилаш
5.	Юзага келиши мумкин бўлган рискларни белгилаш ва баҳолаш
6.	IPO учун қулай иқтисодий вазиятни белгилаш
7.	IPO учун маъқул халқаро биржаларни белгилаш

Юқоридаги келтирилган кўрсаткичлар билан бирга умумий ҳолатда эътибор қаратиш керак бўлган кўрсаткичлар сифатида қуйидагиларни келтириб ўтиш мумкин:

компания олдинги даврларда ижобий натижаларни кўрсатганлигини;

компаниянинг катта даромади ва даромаднинг ўсиш суръатларида эканлиги;

компаниянинг маҳсулотлари ёки хизматлари бозорда яхши танилганлиги ва инвесторларнинг уларга қизиқиш билдираётганлиги;

компания раҳбарият муваффақиятли IPOдан манфаатдорлиги ва компания ушбу лойиҳани амалга оширишга қодирлиги;

қимматли қоғозларни биржага жойлаштириш фойдаси уни ушлаб туриш харажатларидан кўп ёки камлиги;

ҳозирги бозор конъюктураси биржага кириш учун қулайлиги ва бошқалар.

Бозор иқтисодиёти шароитида фақатгина ўзини-ўзи молиялаштириш орқали фаолиятни ташкил этиш кескин рақобат муҳитида корпоратив тузилма муваффақиятини ҳар доим ҳам қафолатламайди. Шундан, иқтисодий-ижтимоий шарт-шароитдан келиб чиққан ҳолда қарз маблағлари ҳисобига молиялаштириш амалиётига мурожаат қилишга ҳам тўғри келади.

²⁸ Муаллиф томонидан тузилган

ХУЛОСА

Мамлакатимиз иқтисодиётида фаолият юритаётган реал сектор корхоналарини қимматли қоғозлар орқали молиялаштириш механизмини такомиллаштириш масалаларига доир амалга оширилган ўрганишлар, таҳлиллар ва илмий тадқиқотларимиз натижасида қуйидаги хулосаларни шакллантиришимиз мумкин:

1. Қимматли қоғозлар турига қараб эмитент ва инвесторлар зарур ишончли маълумотларнинг олишлари учун доимий маълумотлар рўйхати шакллантириш бориш лозим. Шакллантирилган маълумотлар эмитентларнинг расмий веб сайтидан ташқари, қимматли қоғозлар бозори фаолиятини назорат қилувчи ва тартибга солувчи давлат идоралари, шунингдек қимматли қоғозлар савдоларини ташкил этувчиларнинг расмий веб сайтларида ҳам жойлаштириш лозим. Бу қимматли қоғозлар бозори жозибадорлигини оширишга ва ундаги иштирокчилар доирасини кенгайтиришга ва эмитент ва инвесторларнинг самарали фаолияти ва уларни қимматли қоғозлар бозорида доимий фаол иштирокини таъминлашга хизмат қилади;

2. Реал сектор корхоналарини ЯИМнинг шаклланишида катта улушга эгаллигини ҳисобга олганда, уларнинг қимматли қоғозлар бозорида иштироки учун ривожланган мамлакатлар тажрибасидан келиб чиқиб янгича имтиёзлар бериш мақсадга мувофиқ. Натижада ЯИМни янада кўпайтириш негизида аҳоли турмуш тарзини яхшилашга эришилади;

3. Фонд бозорларида фаолиятни бошлаши ва кўшимча қимматли қоғозларни муомалага чиқариш билан иштирок этишлари учун хориж тажрибасини кенг ўрганган ҳолда белгиланган чеклов ва меъёрларни енгиллаштириш. Компанияларни халқаро фонд бозорида иштирок этиши учун кенг имкониятлар яратиш талаб этилмоқда. Қимматли қоғозлар бозорида инвесторлар сонини кўпайтириш ва уларни доимий фаол иштирокини таъминлаш мақсадида уларнинг маблағларини қимматли қоғозларга эркин йўналтириши олиши ва даромадларни қимматли қоғозлар бозорида кўпайтириш тизимини янада соддалаштириш лозим;

4. Корхоналарни кўшимча маблағлар билан таъминланишини амалга ошириш мақсадида аҳолининг бўш пул маблағларини инвестицион жараёнларга жалб қилиш ва қимматли қоғозлар бозорини янада ривожлантириш, турли қимматли қоғозларни муомалага чиқаришда даромадлардан олинган фойда солиғи ставкаси фоизини кўриб чиқиш мақсадларимизга мувофиқ ҳисобланади. Бу аҳолини инвестицион жараёнларида фаол қатнашиши билан бирга корхоналарни кўшимча маблағлар билан таъминланишига олиб келади;

5. Қимматли қоғозлар бозорида эмитент ва инвесторларни фаол иштирок этиши учун авваламбор қимматли қоғозлар ҳақида меъёрий-ҳуқуқий асосланган тўғри тушунча ва хулосаларга эга бўлиши, шу билан бирга, қимматли қоғозлар бозорида маҳаллий ва хорижий эмитент ва инвесторларнинг фаолиятида инфорацион шаффофликни таъминлаш

мақсадида ишончли маълумотларга эга бўлиш имкониятлари бўлиши қимматли қоғозлар бозорини ривожлантиришнинг асосий шартлардан бири ҳисобланади. Шундан келиб чиққан ҳолда, аҳоли ва инвесторларнинг молиявий саводхонлигини янада ошириш бориш қимматли қоғозлар бозорини ривожланишига хизмат қилади;

6. Фаолиятида қимматли қоғозлар орқали молиялаштириш натижасида самарали натижаларга эришган реал сектор корхоналари, шу билан бирга қимматли қоғозларга инвестиция киритган ҳолда самарали натижага эришган инвесторларнинг тажрибаларини бошқа юридик ва жисмоний шахсларга доимий таништириб бориш, эмитент ва инвесторларнинг халқаро молия бозорига кириб боришини самарали ташкил этишнинг мос халқаро тажрибалардан фойдаланиш каби вазифаларни бажариш қимматли қоғозлар бозорини ривожланишига хизмат қилади.

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

ТАШКЕНТСКИЙ ФИНАНСОВЫЙ ИНСТИТУТ

БОЗОРОВ АЛИШЕР РУЗИМУРДОВИЧ

**СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ МЕХАНИЗМА ФИНАНСИРОВАНИЯ
ЧЕРЕЗ ЦЕННЫЕ БУМАГИ КОМПАНИЙ В РЕАЛЬНОМ СЕКТОРЕ**

08.00.07 – Финансы, денежное обращение и кредит

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

город Ташкент – 2022 год

Тема диссертации доктора философии (PhD) зарегистрирована Высшей аттестационной комиссией при Кабинете Министров Республики Узбекистан под № В2017.3.PhD/Iqt332.

Диссертация выполнена в Ташкентском финансовом институте.

Автореферат диссертации на трех языках (узбекский, русский, английский) размещен на веб-сайте Научного совета (www.tfi.uz) и на Информационно-научном портале «ZiyoNet» (www.ziynet.uz).

Научный руководитель:	Шарифходжаев Усман Ульфатович доктор экономических наук
Официальные оппоненты:	Жумаев Нодир Хосиятович доктор экономических наук, профессор Мухамедов Фарход Турсунбаевич доктор экономических наук, профессор
Ведущая организация:	Ташкентский государственный экономический университет

Защита диссертации состоится на заседании Ученого совета Ташкентского финансового института DSc.03/30.12.2019.17.01, 2022 г. «25» 02 в 14⁰⁰ часов. (Адрес: 100000, г. Ташкент, улица Амира Темура, дом 60-А, тел.: (99871) 234-53-34, факс: (99871) 234-46-26, e-mail: ilmiykengash@tfi.uz).

С диссертацией можно ознакомиться в Информационно-ресурсном центре Ташкентского финансового института (зарегистрировано под 164). (Адрес: 100000, г. Ташкент, ул. Амира Темура, 60-А, тел.: (99871) 234-53-34, факс: (99871) 234-11-48, e-mail: admin@tfi.uz).

Автореферат диссертации разослан «12» 02 2022 года
(протокол реестра № 12 от «12» 02 2022 года).



Т.З.Ташабаев
Председатель Научного совета по
присуждению ученых степеней,
доктор экономических наук,
профессор

Ф.К.Холмаматов
Секретарь Научного совета по
присуждению ученых степеней,
доктор экономических наук (PhD),
доцент

И.Н.Кузиев
Председатель научного семинара при
Научном совете по присуждению
ученых степеней, доктор
экономических наук, профессор

ВВЕДЕНИЕ (аннотация диссертации доктора философии (PhD))

Актуальность и востребованность темы диссертации. Усиление конкуренции на мировом рынке приводит к увеличению потребности в инновациях со стороны предприятий реального сектора. Необходимость инноваций и модернизации предприятий реального сектора требует его активного участия на фондовом рынке. Совершенствование рынка ценных бумаг, в том числе адаптация фондовых бирж и инвестиционных фондов к международным стандартам, разработка экономической и правовой базы механизма финансирования предприятий реального сектора за счет ценных бумаг являются важными факторами развития и конкурентоспособности предприятий реального сектора. По данным Всемирной федерации фондовых бирж (WFE), «в начале 2021 года насчитывалось 17 фондовых бирж в США, 22 в Азиатско-Тихоокеанском регионе и 51 в Европе, на Ближнем Востоке и в Африке с годовой капитализацией из 110 392 900 к 2020 году 8 млн долларов, что на 19 процентов больше, чем в 2019 году. Количество компаний, зарегистрированных на фондовых биржах, в 2019 году составило 58 113, а к 2020 году уменьшилось до 55 316 или на 4,8 процента»²⁹. В связи с этим большое значение имеет широкое изучение данной темы в развитии рынка ценных бумаг в стране и финансируемых ими предприятий реального сектора.

По всему миру проводятся постоянные научные исследования и разработки для обеспечения финансовой устойчивости предприятий и, при необходимости, поиска удобных источников финансирования. В рамках научных исследований и разработок особое внимание уделяется различным современным и малорисковым инструментам финансирования предприятий, особенно предприятий реального сектора. В результате исследований не только развивающиеся, но и развитые страны имеют нерешенные научные, теоретические и практические проблемы по оптимальным способам финансирования предприятий реального сектора. Большинство проблем обострилось во время пандемии. Сайты эмитентов и бирж недостаточно раскрывают необходимую и удобную для всех инвесторов информацию, этапы эмиссии ценных бумаг, способы повышения привлекательности предприятий и факторы, влияющие на них. Поэтому необходимо проведение исследований по совершенствованию механизма финансирования предприятий реального сектора за счет ценных бумаг.

По опыту экономики Узбекистана, предприятия реального сектора финансируются в основном из государственного бюджета, современные средства привлечения финансовых ресурсов используются не в полной мере, роль ценных бумаг невысока, оборот капитала на финансовых рынках замедлен, в практике мало привлечений прямых ресурсов с международных финансовых рынков, напротив, существует ряд проблем, таких как сложность этапов эмиссии. «К 2021 году по сравнению с сентябрем 2019 года

²⁹ <https://www.world-exchanges.org/> По данным официального сайта Всемирной федерации фондовых бирж.

количество предприятий промышленного сектора уменьшилось на 37,4 процента.

В целом, по сравнению с сентябрем 2019 года количество предприятий в январе 2021 года уменьшилось на 148 или 17,4 процента³⁰. «По итогам 9 месяцев 2021 года ГП «Центральный депозитарий ценных бумаг» доля государства в 239 из 603 акционерных обществ составила 120 740,1 млрд сумов³¹. Устойчивое развитие всех секторов экономики, особенно реального сектора и фондового рынка, привело к дальнейшему росту экономики, повышению конкурентоспособности, сокращению государственного участия в экономике, развитию рынка ценных бумаг и созданию здоровой конкурентной среды.

Настоящее диссертационное исследование служит в определенной степени реализации задач, поставленных в Законе Республики Узбекистан «О внесении изменений и дополнений в Закон Республики Узбекистан «О биржах и биржевой деятельности»» № ЗРУ-375 от 12 сентября 2014 года; Постановлении Президента Республики Узбекистан «О мерах по дальнейшему развитию рынка капитала» № ПП-6207 от 13 апреля 2021 года; Постановлении Президента Республики Узбекистан «О мерах по ускорению реформирования государственных предприятий и приватизации государственного имущества» № ПП-6096 от 27 декабря 2020 года; Постановлении Президента Республики Узбекистан «О мерах по внедрению современных методов корпоративного управления в акционерных обществах» № ПП-4720 от 24 апреля 2015 года; Постановлении Кабинета Министров Республики Узбекистан «Об организации первичного и вторичного размещения акций на фондовой бирже» № 358 от 26 апреля 2019 года и иных нормативных правовых актах, направленных на совершенствование рынка ценных бумаг.

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

Степень изученности проблемы. Учитывая комплексность данной темы, мы проанализировали ученых, изучавших тему, и их научные работы. Ученые изучали деятельность предприятий реального сектора, что нашло отражение в работах зарубежных авторов, таких как Анвара Гумерова, Андрея Саркина, Бориса Аверьянова, Анны Свириной, Наиля Багаутдиновой, Ильшата Гафурова³² и других. Исследованием рынка ценных бумаг

³⁰ <https://www.cbu.uz/> Информация с сайта ЦБ.

³¹ <http://www.deponet.uz/> Данные с официального сайта Центрального депозитария ценных бумаг.

³² Anvar Gumerov, Andrey Sarkin, Boris Averyanov. Elaboration of Enterprise Development Strategy in Real Sector of Economy Using Quality Management Tools// Procedia Economics and Finance. 2014. Vol. 15. P. 687-694.; Svirina Anna, Bagautdinova Nailya, Gafurov Ishat. Interrelation of Real Economy Sector Enterprises with University in Contemporary University Development// Procedia - Social and Behavioral Sciences. 2015. Vol. 191. 2 June. P. 1377-1382.

занимались такие ученые как Андреас Энгертабк, Ларс Хорну, Дэвид Кронин, Питер Г. Данн, Хадие Аслан, Правин Кумар³³ и другие.

Рынок ценных бумаг и деятельность его участников широко изучены в научных исследованиях экономистов нашей страны Ш.Ш.Шохазами, М.Б.Хамидулина, С.Е.Эльмирзаева, Ф.Т.Мухамедова, К.Р.Чинкулова, Х.Х.Худойкулова³⁴ и других.

Однако механизм финансирования предприятий реального сектора за счет ценных бумаг, вес эффективных и всесторонне исследованных научных работ в нашей стране не высок, что создает потребность в обширных исследованиях по данной теме.

Связь темы диссертации с научно-исследовательскими работами высшего учебного заведения, где выполнена диссертация. Данное диссертационное исследование выполнено в рамках плана стратегических исследований Ташкентского финансового института «Научные основы координации финансовой, банковской и учетной систем в условиях модернизации экономики».

Целью исследования является разработка предложений и рекомендаций по совершенствованию механизма финансирования предприятий реального сектора за счет ценных бумаг.

Задачи исследования:

изучение научно-теоретических аспектов финансирования предприятий реального сектора в условиях инновационной экономики;

изучить роль и применение ценных бумаг в финансировании предприятий реального сектора;

изучение передового зарубежного опыта финансирования предприятий реального сектора за счет ценных бумаг;

анализ этапов выпуска ценных бумаг и состояния организации;

анализ практики финансирования предприятий реального сектора путем размещения акций;

анализ текущего состояния финансирования предприятий реального сектора за счет размещения корпоративных облигаций;

исследование взаимозависимого развития реального сектора и рынка ценных бумаг;

³³Andreas Engertabc, Lars Hornu. Market standards in financial contracting: The Euro's effect on debt securities// Journal of International Money and Finance. 2018. Vol. 85. July. P. 145-162.; David Cronin, Peter G.Dunne. How effective are sovereign bond-backed securities as a spillover prevention device?// Journal of International Money and Finance. 2019. Vol. 96. September. P. 49-66.; Hadiye Aslana, Praveen Kumar. The real effects of forced sales of corporate bonds// Journal of Monetary Economics. 2018. Vol. 95. May. P. 1-17.

³⁴ Шохаъзамий Ш.Ш. Методологические основы и приоритеты стратегического развития рынка ценных бумаг в Узбекистане. 08.00.07-«Финансы, денежное обращение и кредит»: Автореферат. Т., 2011.; Хамидулин М.Б. Развитие финансового механизма корпоративного управления: Автореф. дисс. ... и.ф.д. Т., 2008. 10 с.; С.Э.Элмирзаев ва бошқалар. Молия бозори:Дарслик. Т., 2019. 3 б.; Мухамедов Ф.Т. Ўзбекистонда қимматли қоғозлар бозори савдо тизимларини ривожлантириш йўналишлари: ИФД (DSc) дар. ол. уч. ёз. дисс. автореф. 2019. 26 б.; Чинкулов Қ.Р. Акциядорлик жамиятларини корпоратив қимматли қоғозлар орқали молиялаштиришни такомиллаштириш: И.ф. б. ф. д. (PhD) дар. ол. уч. ёз. дисс. автореф. Т.: ТМИ, 2019. 18 б.; Худойкулов Х.Х. Акциядорлик жамиятларининг капитал қийматини баҳолашнинг методологик асосларини такомиллаштириш: И.ф.д. (DSc) дар. ол. уч. ёз. дис.автореф. Т.: ТДИУ, 2021.

разработка научно обоснованных предложений и рекомендаций, направленных на совершенствование механизма финансирования предприятий реального сектора за счет ценных бумаг.

Объектом исследования является механизм финансирования деятельности предприятий реального сектора, действующих в Узбекистане, за счет ценных бумаг.

Предметом исследования является совокупность финансовых отношений в процессе финансирования действующих в стране предприятий реального сектора за счет ценных бумаг.

Методы исследования. В диссертационной работе использовались методы группировки, дедукции, сравнительный анализ, наблюдения, теоретико-практические исследования, статистический анализ, перспективное прогнозирование и факторный анализ.

Научная новизна исследования:

регуляторы рынка ценных бумаг и организаторы торгов предложили создать набор открытых данных, который включает все типы акций, удобных для эмитентов; дивиденды, подлежащие выплате по привилегированным акциям; находящиеся в обращении облигации, процентные ставки по ним и условия начисления процентов для всех инвесторов;

поощрение приватизации государственных предприятий путем публичного размещения на местной фондовой бирже основано на том, что результаты размещения IPO (первичное публичное размещение) или SPO (вторичное публичное размещение) не будут пересматриваться;

предлагается отменить залоговое требование в целях упрощения требований по размещению корпоративных облигаций предприятиями реального сектора на условиях закрытой подписки;

перед размещением акций предприятий реального сектора сначала на национальной фондовой бирже, а затем на зарубежных фондовых площадках предлагается получить заключения андеррайтеров и консалтинговых организаций о цене, объеме, времени выхода и месте листинга акций.

Практические результаты исследования:

в будущем эмитенты, особенно предприятия реального сектора, будут служить повышению инвестиционной привлекательности на основе информационной открытости;

необходимость увеличения объема финансирования предприятиями реального сектора за счет выпуска дополнительных акций или иных ценных бумаг и уменьшения доли государства за счет публичного размещения;

получение заключений андеррайтера и консультационных организаций о цене, объеме, времени и месте размещения акций до публичного размещения акций основано на обеспечении успешности выпуска;

приводит к усилению конкуренции среди участников рынка ценных бумаг и повышению капитализации ценных бумаг;

необходимость создания доверия и удобства для местных и иностранных инвесторов, юридических и физических лиц для получения

дохода на финансовом рынке за счет использования современных инструментов, успешно апробированных в развитых странах.

Достоверность результатов исследования. Достоверность результатов исследования объясняется целесообразностью использованных в исследовании подходов и методов, использования официальных источников, в том числе статистических данных Госкомстата, Центрального банка, Республиканской фондовой биржи «Ташкент», Центрального депозитария ценных бумаг и предприятий реального сектора.

Научная и практическая значимость результатов исследования. Научные предложения и практические рекомендации, разработанные в рамках исследования, могут быть использованы для проведения исследований, направленных на совершенствование механизма финансирования предприятий реального сектора в Узбекистане за счет ценных бумаг, а также улучшения участия предприятий реального сектора на рынке ценных бумаг.

Практическая значимость результатов исследования определяется использованием разработанных предложений и практических рекомендаций в деятельности предприятий реального сектора при разработке программных документов по выпуску ценных бумаг и их деятельности на фондовом рынке, а также комплексу мер по эффективному развитию рынка ценных бумаг. Разработанные предложения и рекомендации были использованы государственными органами и предприятиями реального сектора. Теоретико-методологические и аналитические основы исследования используются при подготовке и преподавании лекций для студентов и магистров высших учебных заведений по таким дисциплинам, как «Финансовый рынок», «Корпоративные финансы», «Финансовый менеджмент».

Внедрение результатов исследования. На основе полученных научных результатов по совершенствованию механизма финансирования предприятий реального сектора за счет ценных бумаг:

Предложение регуляторов рынка ценных бумаг и организаторов торгов по созданию базы данных всех эмитентов, типов акций, фиксированных дивидендов по привилегированным акциям, облигаций в обращении и процентов по ним, размера и сроков выплаты, 13 апреля 2021 г. использованно при разработке Дорожной карты по реализации «Программы развития рынка капитала на 2021-2022 годы», утвержденной Постановлением Президента № ПФ-6207 «О мерах по дальнейшему развитию рынка капитала» (Справка Министерства финансов Республики Узбекистан № 06/06-04-01-32/1554 от 21 июня 2021 года). Данное предложение послужило повышению инвестиционной привлекательности эмитентов, в частности, предприятий реального сектора, на основе информационной открытости;

Предложение не пересматривать результаты IPO или SPO размещения акций в целях поощрения приватизации государственных предприятий путем публичного предложения на местной фондовой бирже отражено в Постановлении Президента Республики Узбекистан ПП-6207 от 13 апреля

2021 года «О мерах по дальнейшему развитию рынка капитала» (Справка Министерства финансов Республики Узбекистан № 06/06- 04-01-32/1554 от 21.06.2021). Данное предложение позволило эмитентам, в частности, предприятиям реального сектора, увеличить фондирование за счет выпуска дополнительных акций и уменьшить долю государства за счет публичного размещения;

Предложение об отмене залогового требования в целях упрощения требований при размещении корпоративных облигаций предприятиями реального сектора на условиях закрытой подписки. Это предложение было использовано при разработке «Дорожной карты по реализации Программы развития рынка капитала на 2021-2022 годы», утвержденной Указом Президента Республики Узбекистан от 13 апреля 2021 года «О мерах по дальнейшему развитию рынка капитала» ПФ-6207 (Справка Министерства финансов Республики Узбекистан № 06/06-04-01-32/1554 от 21 июня 2021 года). Отмена залогового требования на основе предложенного закрытого размещения между заранее определенными лицами позволила диверсифицировать финансирование в предприятиях реального сектора;

Предложение получить заключение андеррайтеров и консалтинговых организаций о цене, объеме, времени поступления и месте обращения акций предприятий реального сектора сначала на национальной бирже, а затем на зарубежных фондовых площадках отражено в Постановлении Президента Республики Узбекистан от 13 апреля 2021 года ПП-6207 «О мерах по дальнейшему развитию рынка капитала» и введении данного порядка с 1 января 2023 года (Справка Министерства финансов Республики Узбекистан № 06/06-04-01-32/1554 от 21 июня 2021 года). Данное предложение обеспечило успех выпуска путем получения заключений андеррайтера и консультационных организаций о цене, объеме, времени и месте размещения акций до публичного размещения.

Апробация результатов исследования. Результаты данного исследования обсуждались на 5, в том числе 3-х национальных и 2-х международных научных конференциях.

Публикация результатов исследований. Всего по теме диссертации опубликовано 12 научных работ, в том числе 7 научных статей, рекомендованных к публикации по основным научным результатам докторских диссертаций ВАК Республики Узбекистан, в том числе 5 опубликованных в отечественных и 2 зарубежных журналах.

Структура и объем диссертации. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка литературы и приложений. Объем диссертации составляет 122 страниц.

ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ ДИССЕРТАЦИИ

Вводная часть основывается на актуальности и значимости исследования, описывает цель и основные задачи, объект и предмет исследования, выявляет

его соответствие приоритетам развития народного хозяйства. Во введении также приводятся научная новизна и практические результаты исследования, научная и практическая значимость результатов, внедрение результатов, количество опубликованных работ и структура диссертации.

Первая глава диссертации под названием **«Научно-теоретические основы финансирования предприятий реального сектора экономики в условиях инновационной экономики»** включает научно-теоретические аспекты финансирования предприятий реального сектора экономики; роль и применение ценных бумаг в финансировании предприятий реального сектора; тщательно изучен передовой зарубежный опыт финансирования предприятий реального сектора за счет ценных бумаг и сформированы соответствующие выводы.

Реальный сектор экономики представляет собой крупную структуру, включающую материальные и нематериальные отрасли, за исключением финансовых услуг, включает в себя энергетику, транспорт, нефть и газ, логистику, металлургию, медицину, фармацевтику, добычу полезных ископаемых, например, производство, информационные технологии, туризм и сельское хозяйство.

В последние годы доля реального сектора в валовом внутреннем продукте (ВВП) растет. В среднем 75 процентов ВВП приходится на реальный сектор, в том числе промышленность в экономике – 24,8 процента, сельское, лесное и рыбное хозяйство – 23 процента. Большая роль реального сектора в ВВП обосновывает важность роли этого сектора и необходимость увеличения источников финансирования³⁵.

Существуют методы финансирования предприятий на основе внутренних и внешних источников. По нашим исследованиям, основными внутренними источниками финансирования своей деятельности в корпоративных структурах являются чистая прибыль, амортизационные отчисления, продажа неиспользуемых активов, аренда активов и другие. К внешним источникам относятся банковские кредиты, выпуск ценных бумаг (акции, облигации), субсидии из государственного бюджета, инвестиционных фондов и другие³⁶.

Ниже, на рис. 1 показаны этапы, на которых эмитенты выпускают ценные бумаги и действуют на рынке ценных бумаг.

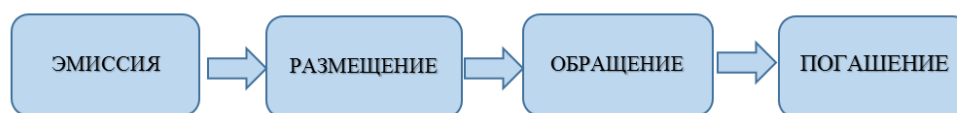


Рис. 1. Процесс обращения ценных бумаг³⁷

Как видно из рис. 1, периодичность ценных бумаг продолжается в четыре фазы, причем эти фазы имеют разный вид в зависимости от типа ценных бумаг. Например, он включает периоды выкупа акции в части ее

³⁵ <https://www.stat.uz/uz/> По материалам сайта Госкомстата Республики Узбекистан.

³⁶ Составлено автором.

³⁷ Составлено автором.

выпуска, первичного размещения, обращения на рынке, а также период деятельности акционерного общества (АО) или итоги голосования акционеров.

До недавнего времени Япония, Германия и большинство стран континентальной Европы, где в корпоративных финансах доминировала банковская система, владели несколькими крупными акционерами, включая ведущие банки, ценными бумагами и контрольным пакетом акций. В Германии, например, 89 процентов акционерных обществ по-прежнему имеют по крайней мере одного акционера, контролирующего 25 процентов акций, что еще больше усложняет возможные переговоры о слиянии и поглощении, если компания неэффективна. При этом финансовые институты в Японии контролировали 73 процента всех акций, в Германии – 64 процента (банки – 19 процентов и 10 процентов, соответственно).

Согласно законодательству Республики Узбекистан процесс выпуска ценных бумаг включает 7 этапов³⁸, в Российской Федерации – 5 этапов³⁹. При этом необходимо изучить опыт развитых стран и максимально установить этапы эмиссии ценных бумаг на основе цифровых технологий.

Во второй главе диссертации под названием **«Анализ современного состояния финансирования предприятий реального сектора за счет ценных бумаг»** анализируются этапы и организация выпуска ценных бумаг, анализ практики финансирования предприятий реального сектора за счет размещения акций, современное состояние финансирования предприятий реального сектора за счет размещения корпоративных облигаций.

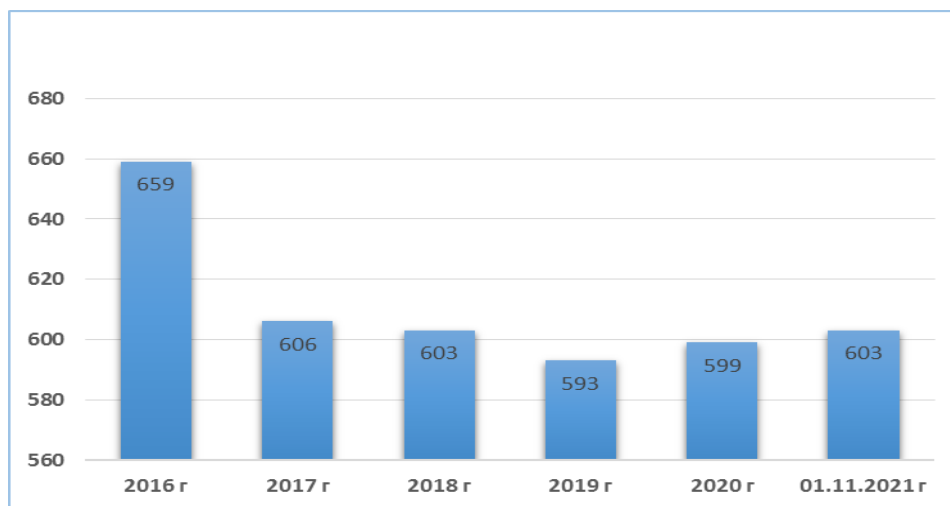


Рис. 2. Изменение количества акционерных обществ (количество)⁴⁰

Акции также являются основным источником финансирования предприятий реального сектора, являющихся акционерными обществами. В связи с этим деятельность акционерных обществ совершенствуется в соответствии с Постановлением Президента Республики Узбекистан от

³⁸ <https://www.lex.uz/> Сайт Национальной базы данных законодательства Республики Узбекистан.

³⁹ <https://www.lawbook.online/> Электронная библиотека (Российская Федерация).

⁴⁰ <http://www.deponet.uz/> Составлено автором на основе официального сайта Центрального депозитария ценных бумаг.

24 апреля 2015 года ПП-4720 «О мерах по внедрению современного корпоративного управления в акционерных обществах»⁴¹, направленного на реформу корпоративного управления. Согласно Постановлению Президента Республики Узбекистан ПП-4720 от 24 апреля 2015 года 364 действующих акционерных обществ признаны несостоятельными и подлежат ликвидации или преобразованию в иную организационно-правовую форму. Поэтому одним из моментов, на которые следует обратить внимание, является изменение количества акционерных обществ в Узбекистане, которое выглядит следующим образом (рис. 2).

Согласно таблице, количество акционерных обществ на 1 ноября 2021 года по сравнению с 2016 годом уменьшилось с 659 до 603, что уменьшилось на 10 процентов. Также из общего числа 603 240 или 39,8 процента являются государственными АО. К положительным сторонам этих изменений можно отнести привлечение иностранных и отечественных инвестиций, организацию торговли высокодоходными ценными бумагами на фондовом рынке, повышение эффективности деятельности неудовлетворительных АО, увеличение источников финансирования, предотвращение безработицы в будущем, улучшение логистики, реорганизацию старых подразделений и должностей, обзор деятельности управленческого персонала, организация деятельности опытного персонала и так далее. В результате принятия Постановления Президента Республики Узбекистан от 24 апреля 2015 года ПП-4720 «О мерах по внедрению современного корпоративного управления в акционерных обществах»⁴², изменение общего объема акций, размещенных на фондовом рынке и сокращения количества АО, выглядит следующим образом (рис. 3):

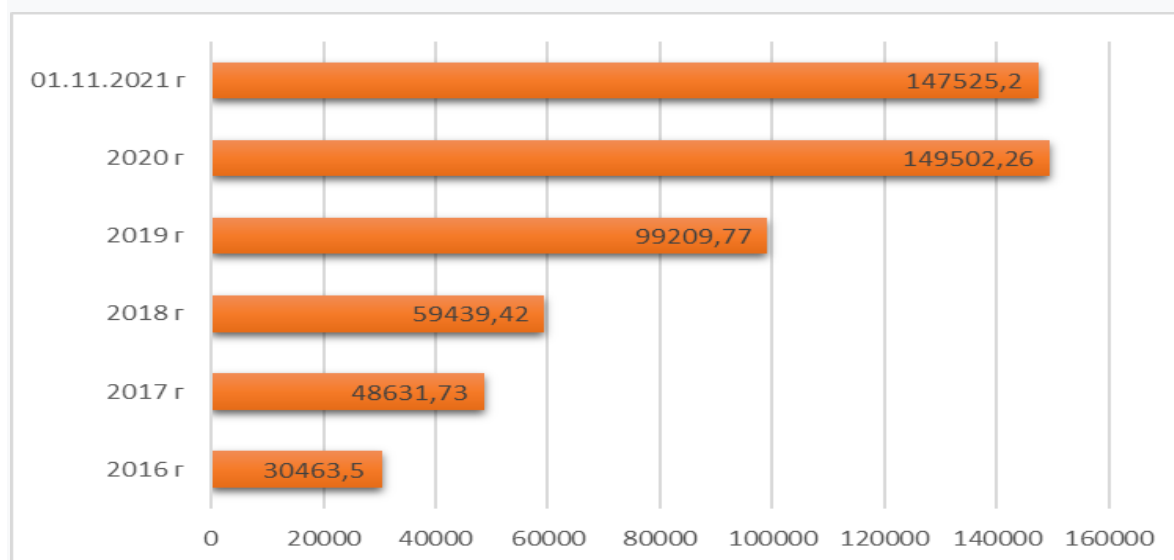


Рис. 3. Динамика общего объема акций, выпущенных акционерными обществами (млрд сум)⁴³

⁴¹ <https://www.lex.uz/> Сайт Национальной базы данных законодательства Республики Узбекистан.

⁴² <https://www.lex.uz/> Сайт Национальной базы данных законодательства Республики Узбекистан.

⁴³ <http://www.deponet.uz/> Составлено автором на основе официального сайта Центрального депозитария ценных бумаг.

На рис. 3 видно, что за последние 5 лет и по состоянию на 1 ноября 2021 года объем акций увеличивался. В течение 2016-2021 годов общий объем акций в сумах увеличился в среднем на 39 процентов по сравнению с предыдущим годом, особенно в октябре 2020 года и октябре 2021 года, средний рост составил 55 процентов по сравнению с предыдущими годами. За этот же период на долю государства пришлось 82,2 процента или 121 240 млрд сумов от общего объема выпущенных акций на сумму 147 525,2 млрд сумов.

Согласно мировому опыту, на фондовых рынках существует несколько видов ценных бумаг, в основном акции, а также облигации. В нашей стране также существует несколько видов ценных бумаг в местных или традиционных формах и проявлениях, которые могут различаться по своему наименованию и применению.

В последние годы в практике республики после акций активно циркулирует вид корпоративных облигаций. Выпуск облигаций эмитентом (если иное не предусмотрено уставом эмитента) осуществляется в соответствии с решением наблюдательного совета. Динамика выпуска корпоративных облигаций в последние годы выглядит следующим образом (табл. 1).

Таблица 1

Корпоративные облигации, выпущенные в 2016-2021 гг.⁴⁴

№	Периоды	Общее количество корпоративных облигаций (млн шт.)	Общая сумма корпоративных облигаций (в млрд сумов)
1	2016	0,61	228,56
2	2017	0,55	251,27
3	2018	0,50	198,06
4	2019	0,79	488,06
5	2020	0,47	281,24
6	01.11.2021	0,35	733,30

Корпоративные облигации, выпущенные акционерными обществами, резко сократились, т.е. на 42,6 процента на июль 2021 г. по сравнению с июлем 2016 г., но общее количество корпоративных облигаций увеличилось относительно номинальной стоимости. Как видно из табл. 1, по состоянию на июль 2021 года он увеличился на 320,8 процента по сравнению с июлем 2016 года.

В последние годы корпоративные облигации используются на практике акционерными обществами, преимущественно в финансовом секторе

⁴⁴ <http://www.deponet.uz/> Составлено автором на основе официального сайта Центрального депозитария ценных бумаг.

экономики. В следующей таблице представлены корпоративные облигации, учитываемые в Центральном депозитарии.

Таблица 2

Сведения об объеме и количестве выпусков корпоративных облигаций, выпущенных эмитентами ⁴⁵ (по состоянию на 01.11.2021)

№	Эмитенты	Объем эмиссии (млрд сум)	Количество облигаций (млн шт.)
1	Банки	305,18	0,26
2	Другие эмитенты	428,13	0,096
2.1	АО «Узавтосаноат»	50	0,05
2.2	«FIRST DEVELOPING GROUP» OOO	5,13	0,005
2.3	Информационное агентство «UZREPORT» OOO	30	0,001
2.4	АО Микрокредитная организация «IMKON FINANC»	4	0,004
2.5	«MIND ASIA» OOO	126	0,013
2.6	«CHUST RIR MIKROKREDIT TASHKILOT» OOO	2	0,002
2.7	«AKFA MEDLINE» OOO	211	0,021
Всего		733,3	0,356

Из табл. 2 видно, что 41,6 процента от общего объема корпоративных облигаций и 73,03 процента от их общего количества приходится на долю банков. На долю АО «Узавтосаноат», OOO FIRST DEVELOPING GROUP и OOO UZREPORT пришлось 11,6 процента от общего объема выпусков корпоративных облигаций и 15,73 процента от общего количества участников реального сектора.

Таблица 3

Информация об объявлении корпоративных облигаций эмитента ⁴⁶

Эмитент	Тип облигации	Форма объявления	Номинальная стоимость	Общее количество во облигаций	Общая стоимость	Уровень доходности	Периодичность	Срок
АО «Узавтосаноат»	Корпоративные облигации	Закрыт	1 млн.	50 000	50 млрд.	9 процентов	3 месяца	1825

Прозрачность важна для обращения ценных бумаг предприятий реального сектора. Поэтому организаторы торгов ценными бумагами, на сайтах регуляторов должны публиковать информацию об эмитентах, типах акций, дивидендах, выплачиваемых по фиксированным акциям,

⁴⁵ <http://www.deponet.uz/> Составлено автором на основе официального сайта Центрального депозитария ценных бумаг.

⁴⁶ <http://www.uzavtosanoat.uz/> Составлено автором на основе официального сайта АО «Узавтосаноат».

находящимся в обращении облигациям и процентах по ним, размере и сроках выплаты, удобные для всех инвесторов. В данном случае, например, в случае с корпоративными облигациями АО «Узавтосаноат», мы считаем, что следует публиковать следующую информацию.

В свою очередь рассмотрим наиболее распространенный вид ценных бумаг в пересчете на акции в табл. 4 на примере АО «Кварц» и Алмалыкской ГМК.

Таблица 4

Информация о выпуске акций эмитента⁴⁷

Эмитент	Тип акций	Номинальная стоимость	Количество акций	Общая стоимость	Уровень доходности	Периодичность
АО «Кварц»	Простой	1715	23 963 940	50 000 000 000	По финансовому результату	На основании решения СА
Алмалыкский ГМК	Привилегированный	3914	2 249 558	8 804 770 012	25 процентов	Раз в год

Публикация информации в порядке, указанном в таблице, на сайтах фондовых бирж, являющихся организаторами торгов ценными бумагами, позволяет инвесторам получить необходимую информацию. Приведена информация о выпуске простых акций АО «Кварц», выпуске привилегированных акций Алмалыкского ГМК. При этом предоставление информации о выпуске акций на других языках повысит привлекательность привлечения иностранных инвесторов.

Таблица 5

Акции, выпущенные АО «Кварц» в 2015-2019 гг.⁴⁸

№	Тип действия	Дата выпуска акций	Количество акций (шт.)	Номинальная стоимость акции (сум)	Общий объем выпущенных акций (сум)
1	Простой	Август 2015 г.	23 963 940	1 715	41 098 157 100
2	Простой	Июнь 2017 г.	21 785 400	1 715	37 361 391 000
3	Простой	Сентябрь 2017 г.	4 574 934	1 715	7 846 011 810
4	Простой	Июнь 2019 г.	48 244 609	1 715	82 705 204 435

До первой половины 2020 года АО «Кварц» выпустило 9 акций, а в следующей таблице показано количество акций, выпущенных АО «Кварц» за

⁴⁷ Составлено автором на основе отчетов АО «Кварц» и АО «Алмалыкский ГМК».

⁴⁸ <https://www.kvarts.uz/> Составлено автором на основе официального сайта ОАО «Кварц».

последние 5 лет. До сегодняшнего дня компания не выпускала привилегированные акции и корпоративные облигации.

Согласно табл. 5, уставный капитал АО «Кварц» составляет 8 270 520 4435 сумов, общее количество голосующих составляет 96 449 218 единиц. Согласно решению о выпуске ценных бумаг в 2015 году было выпущено 23 963 940 простых акций номинальной стоимостью 1 715 сумов и общий объем эмиссии составил 41 098 157 100 (41 миллиард 98 миллионов 157 100) сумов относительно номинальной стоимости.

Практика приватизации также играет важную роль в финансировании предприятий реального сектора за счет ценных бумаг, при этом результаты IPO или SPO не пересматриваются на публичных аукционах, чтобы стимулировать приватизацию государственных предприятий посредством публичных торгов на местных фондовых биржах. Это позволит эмитентам, в частности, предприятиям реального сектора, увеличить финансирование за счет выпуска дополнительных акций и уменьшить долю государства за счет публичного размещения. В связи с этим необходимо изменить порядок о размещении выпуска акций.

Таблица 6

Порядок признания факта выпуска акций состоявшимся⁴⁹

№	Форма размещения	Текущее предложение
1	Размещение в закрытой частной форме	Закрытая подписка считается состоявшейся, когда размещено не менее 60 процентов
2	Публичное размещение по открытой подписке	Открытая подписка считается состоявшейся, когда размещено не менее 30 процентов

В случае размещения акций закрытым частным способом менее 60 процентов акций и иных эмиссионных ценных бумаг данного выпуска признаются несостоявшимися в срок, указанный в решении о выпуске. Согласно международному опыту, это хорошая практика, но требование не менее 30 процентов, устанавливаемое при открытом или публичном размещении акций, создает чрезмерную проблему для эмитентов. Например, даже в случае размещения 29 процентов эмитент будет вынужден выкупить и понести убытки, исходя из затрат, понесенных в результате признания того, что выпуск не состоялся. Таким образом, результаты IPO или SPO размещения акций через публичные торги не должны пересматриваться в целях поощрения приватизации в результате публичного предложения государственных предприятий на местной фондовой бирже.

⁴⁹ <https://www.lex.uz/docs/> Составлено автором на основе сайта Национальной базы данных законодательства Республики Узбекистан.

На рис. 4 показано изменение количества корпоративных облигаций, зарегистрированных Центральным депозитарием ценных бумаг, за 2016-2021 годы.

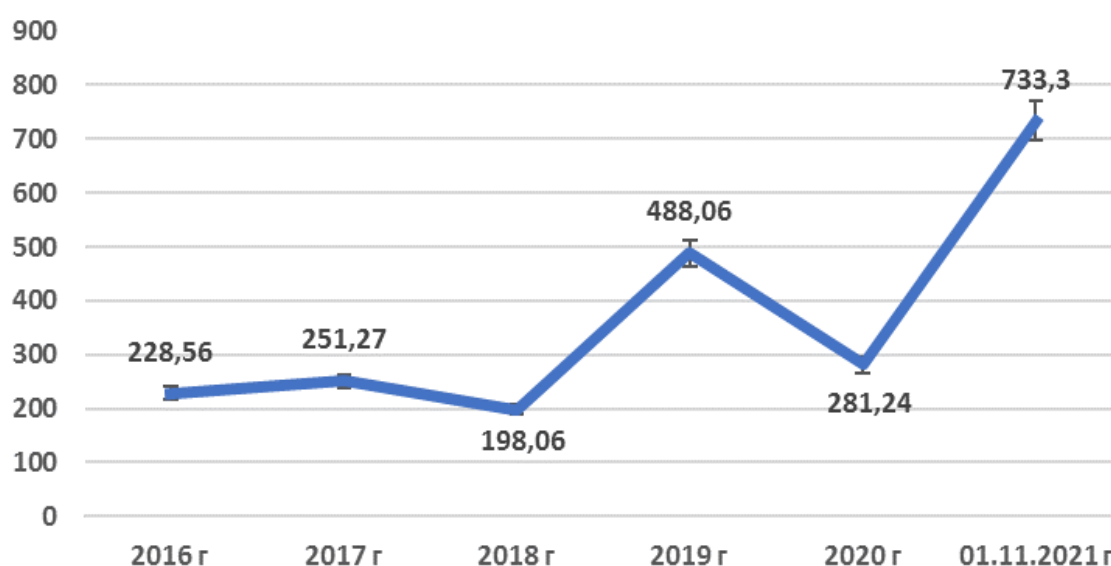


Рис. 4. Динамика объема корпоративных облигаций в 2016-2021 гг. ⁵⁰

На рис. 4 видно, что в 2016-2017 годах объем выпусков корпоративных облигаций увеличивался, тогда как в 2017-2018 годах он снижался, а в 2020-2021 годах наблюдалась тенденция резкого увеличения по сравнению с предыдущими годами.

В связи с этим корпоративные облигации, выпущенные АО «Узавтосаноат», выглядят следующим образом (табл. 7).

Таблица 7

Корпоративные облигации, выпущенные АО «Узавтосаноат» ⁵¹

Форма объявления	Номинальная цена	Время выпуска	Количество	Общая стоимость	Годовая ставка	Срок выплаты процентов	Время
Закрото	1 млн сумов	1825 дней	50 000 штук	50 млрд сумов	9 процент ов	Каждый квартал	22.05.17
Открыто	1 млн сумов	Годово й	35 000 штук	35 млрд сумов	7 процент ов	Каждый квартал	15.07.11 ⁵²

Согласно табл. 7, Узавтосаноат выпустит ряд облигаций по ряду параметров. Следует отметить, что срок погашения корпоративных

⁵⁰ <http://www.deponet.uz/> Составлено автором на основе официального сайта Центрального депозитария ценных бумаг.

⁵¹ <http://www.openinfo.uz/> Единый портал корпоративной информации Министерства финансов.

⁵² <http://www.cbonds.ru/> Сайт новостного агентства, специализирующегося на финансовых рынках.

облигаций, выпущенных Узавтосаноат, 18 октября 2016 года, когда происходит погашение корпоративных облигаций⁵³.

Упрощение требований к размещению корпоративных облигаций предприятиями реального сектора по закрытой подписке будет способствовать развитию практики в этой сфере. С этой целью отмена залогового требования, в том числе: отмена залогового требования на основе закрытого размещения между заранее определенными лицами позволит диверсифицировать финансирование в предприятиях реального сектора.

Таблица 8

Порядок эмиссии корпоративных облигаций⁵⁴

№	Текущая ситуация	Наше предложение
1	Если сумма корпоративных облигаций превышает размер собственного капитала эмитента, эмитент должен предоставить залог на увеличенную сумму	За исключением требования обеспечения в целях упрощения требований при размещении корпоративных облигаций на условиях закрытой подписки
2	Выпущены эмитентами с положительными показателями рентабельности, платежеспособности, финансовой устойчивости и ликвидности за последний год	Выпущены эмитентами с положительными показателями рентабельности, платежеспособности, финансовой устойчивости и ликвидности за последний год
3	Выпуск при наличии аудиторского заключения по финансовой отчетности за год, предшествующий выпуску корпоративных облигаций	Выпуск при наличии положительного аудиторского заключения по финансовой отчетности за два года, предшествующих выпуску корпоративных облигаций
4	Денежные средства, принадлежащие инвесторам, выпускаются с участием коммерческих банков, выступающих в качестве платежных агентов по оплате эмитентами	Денежные средства, принадлежащие инвесторам, выпускаются с участием коммерческих банков, выступающих в качестве платежных агентов по оплате эмитентами

Отмена залогового требования на основании того, что закрытое размещение осуществляется между заранее определенными лицами,

⁵³ <http://www.uzavtosanoat.uz/> Официальный сайт АО «Узавтосаноат»

⁵⁴ <https://www.lex.uz/docs/> Составлено автором на основе сайта Национальной базы данных законодательства Республики Узбекистан.

позволит диверсифицировать финансирование в предприятиях реального сектора.

В третьей главе диссертации с научной и практической точки зрения рассматриваются «Пути совершенствования механизма финансирования предприятий реального сектора за счет ценных бумаг». Обсуждены направления взаимосвязанного развития реального сектора и рынка ценных бумаг, вопросы совершенствования механизма финансирования предприятий реального сектора за счет ценных бумаг.

В настоящее время одной из самых популярных форм финансирования предприятий в республике являются банковские кредиты, ставки по которым на период с конца 2015 года по май 2021 года составляют:

Таблица 9

Средние ставки банковских кредитов в Республике Узбекистан⁵⁵

(средневзвешенные процентные ставки)

Кредит в выделенной валюте	Дата	Всего по кредитам	Срок кредита		
			короткий (до 365 дней)	длительный (более 1 года)	в том числе более 10 лет
Процентные ставки по банковским кредитам в национальной валюте	Дек.15	13,9	13,6	14,1	13
	Дек.16	13,9	13,6	14,0	12,8
	Дек.17	18,5	17,6	18,7	14,7
	Дек.18	21,8	22,4	21,5	18,2
	Дек.19	24,8	24,7	25,1	18,5
	Дек.20	18,8	18,4	19,1	17,2
	Май 21	21,3	21,2	21,4	17,2
Процентные ставки по банковским кредитам в иностранной валюте	Дек.15	4,3	8,7	4	3
	Дек.16	5,3	8,4	4,10	3
	Дек.17	5,6	7,8	5,30	3
	Дек.18	6,1	7,8	5,9	4,6
	Дек.19	7,7	8,7	7,5	5,1
	Дек.20	6,4	6,5	6,3	2,5
	Май 21	6,70	6,40	6,80	5,40

Банковские процентные ставки являются одним из основных факторов, влияющих на развитие экономики. Ставки по банковским кредитам постоянно колебались, а ставки в национальной валюте росли. По состоянию на декабрь 2015 года средняя процентная ставка по общей сумме кредитов в национальной валюте была установлена на уровне 13,9 процента, а в мае 2021 года она была установлена на уровне 21,3 процента, или по сравнению с

⁵⁵ <https://www.cbu.uz/> Составлено автором на основе официального сайта ЦБ.

2015 годом средняя процентная ставка по общей сумме кредитов в национальной валюте увеличилась на 53,2 процента. Однако процентные ставки по банковским кредитам в иностранной валюте за последние 7 лет снизились с 6,7 процентов до 4,3 процента. Постоянные изменения процентных ставок по кредитам являются одним из факторов, негативно влияющих на бизнес-менеджеров при планировании инвестиций.

В связи с этим, на основании оценок и рекомендаций андеррайтеров и консалтинговых организаций, размещение акций местных предприятий реального сектора осуществляется сначала на национальной фондовой бирже, а затем на зарубежных фондовых площадках.

В табл. 10 перечислены некоторые ключевые показатели в заключениях консалтинговых организаций.

Таблица 10

Заключения андеррайтеров и консультационных организаций о цене, объеме, времени и месте размещения акций ⁵⁶

PricewaterhouseCoopers — консалтинговая и аудиторская компания	
1	Планирование и подготовка IPO
	План подготовки к IPO
	Оценка готовности к IPO (диагностика IPO)
2	Выпуск акций
	Организация проекта
	Реализация IPO
3	Результаты после IPO
KPMG – международная аудиторская компания	
1	Оценить инвестиционную привлекательность компании и уровень удовлетворенности иностранных инвесторов
2	Оценить рентабельность и финансовую отчетность компании, организационно-правовые аспекты, надежность
3	Является ли это благоприятным периодом для текущего IPO
4	Определение времени, необходимого для IPO
5	Выявление и оценка потенциальных рисков
6	Определение благоприятной экономической ситуации для IPO
7	Определение подходящих международных бирж для IPO

Помимо вышеперечисленных показателей, в качестве показателей, которые следует учитывать в общем случае, можно назвать следующие:

компания показала положительные результаты в предыдущие периоды;

компания имеет большую прибыль и темпы роста выручки;

продукты или услуги компании хорошо известны на рынке и интересны инвесторам;

руководство компании заинтересовано в успешном IPO и способности компании реализовать этот проект;

выгода от листинга ценных бумаг больше или меньше, чем затраты на их хранение;

⁵⁶ Составлено автором.

текущие рыночные условия, простота доступа к фондовому рынку и т.д.

В условиях рыночной экономики организация деятельности только за счет самофинансирования не всегда гарантирует успех корпоративной структуры в условиях жесткой конкуренции. Поэтому в зависимости от социально-экономических условий необходимо прибегать к практике финансирования за счет заемных средств.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В результате проведенных нами исследований, анализа и научных исследований по совершенствованию механизма финансирования ценных бумаг предприятий реального сектора, действующих в экономике нашей страны, можно сделать следующие выводы:

1. В зависимости от вида ценных бумаг эмитент и инвесторы должны перейти к формированию постоянного списка данных для получения необходимой достоверной информации. Помимо официального сайта эмитентов сформированная информация должна быть размещена на официальных сайтах государственных органов, осуществляющих контроль и регулирование деятельности рынка ценных бумаг, а также организаторов торгов ценными бумагами. Это послужит повышению привлекательности рынка ценных бумаг и расширению круга его участников, а также обеспечению эффективной деятельности эмитентов и инвесторов и их постоянного активного участия на рынке ценных бумаг;

2. Учитывая большую долю предприятий реального сектора в формировании ВВП, целесообразно предусмотреть новые стимулы для их участия в рынке ценных бумаг, исходя из опыта развитых стран. В результате будет повышаться уровень жизни населения на основе дальнейшего роста ВВП;

3. Содействовать установлению ограничений и нормативов начала операций на фондовых рынках и участия в эмиссии дополнительных ценных бумаг путем широкого изучения зарубежного опыта. Необходимо создать возможности для участия компаний на международном фондовом рынке. Для увеличения количества инвесторов на рынке ценных бумаг и обеспечения их постоянного активного участия необходимо иметь возможность свободно направлять свои средства в ценные бумаги и еще больше упростить систему увеличения доходов на рынке ценных бумаг;

4. В целях обеспечения предприятий дополнительными средствами целесообразно привлечение свободных средств населения к инвестиционным процессам и дальнейшему развитию рынка ценных бумаг. Рассмотреть процент налога на прибыль по выпуску различных ценных бумаг. Это приведет к активному участию населения в инвестиционном процессе, а также предоставлению дополнительных средств предприятиям;

5. Активное участие эмитентов и инвесторов на рынке ценных бумаг, прежде всего, правильного правового понимания и выводов о ценных бумагах, а также возможности иметь достоверную информацию для обеспечения информационной прозрачности деятельности местных и иностранных эмитентов, и инвесторов является одним из основных условий развития фондового рынка. Поэтому дальнейшее повышение финансовой

грамотности населения и инвесторов будет способствовать развитию фондового рынка;

б. Выполнение использования опыта предприятий реального сектора, добившихся эффективных результатов в результате финансирования ценных бумаг, а также регулярное представление опыта инвесторов, добившихся эффективных результатов инвестирования в ценные бумаги, перед другими юридическими и физическими лицами, эффективная организация эмитентов и инвесторов выхода на международные финансовые рынки, такие задачи будут способствовать развитию фондового рынка.

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

TASHKENT INSTITUTE OF FINANCE

BOZOROV ALISHER RUZIMURODOVICH

**IMPROVING THE FINANCING MECHANISM THROUGH SECURITIES
OF COMPANIES IN THE REAL SECTOR**

08.00.07 – Finance, money circulation and credit

**DISSERTATION ABSTRACT
of for Doctor of Philosophy (PhD) on economics sciences**

Tashkent city – 2022 year

The theme of the dissertation of Doctor of Philosophy (PhD) was registered under number B2017.3.PhD/Iqt332 Supreme Attestation Commission under the Cabinet of Ministry of the Republic of Uzbekistan

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

The abstract of the dissertation in three languages (Uzbek, Russian, English) is posted on the website of the Scientific Council (www.tfi.uz) and on the Information and Scientific Portal «ZiyoNet» (www.ziynet.uz).

Scientific supervisor: **Sharifkhodzhaev Usman Ulfatovich**
Doctor of Economic Sciences

Official Opponents: **Jumaev Nodir Khosiyatovich**
Doctor of Economic Sciences, professor

Mukhamedov Farkhod Tursunbayevich,
Doctor of Economic Sciences, professor

Leading organization: **Tashkent State University of Economics**

The defense of the dissertation will take place at the meeting of the Scientific Council DSc.03/30.12.2019.I.17.01 at the Tashkent Institute of Finance, 2022 «25» 02 at 14⁰⁰ hours. (Address: 100000, Tashkent, Amir Temur street, 60-A. tel.: (99871) 234-53-34, fax: (99871) 234-46-26, e-mail: oliykengash@tfi.uz.)

The dissertation is available at the Information and Resource Center of the Tashkent Financial Institute (registered under 264). Address: 100000, Tashkent, st. Amir Temur, 60-A, phone: (99871) 234-53-34, fax: (99871) 234-11-48, e-mail: admin@tfi.uz.

The abstract of the dissertation was distributed on « 12 » 02 2022.
(Registry protocol No. 12 dated « 12 » 02 2022).



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

F.K.Kholmamatov
Secretary of the Scientific Council for the awarding of scientific degrees, Doctor of Philosophy in economics (PhD), Associate Professor

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

INTRODUCTION (abstract of PhD thesis)

The aim of the research work is to develop proposals and recommendations for improving the mechanism for financing enterprises in the real sector through securities.

Research objectives:

study of scientific and theoretical aspects of financing enterprises in the real sector in an innovative economy;

to study the role and application of securities in the financing of enterprises in the real sector;

study of advanced foreign experience in financing enterprises of the real sector through securities;

analysis of the stages of issuing securities and the state of the organization;

analysis of the practice of financing enterprises in the real sector through the placement of shares;

analysis of the current state of financing of real sector enterprises through the placement of corporate bonds;

study of the interdependent development of the real sector and the securities market;

development of evidence-based proposals and recommendations aimed at improving the mechanism for financing enterprises in the real sector through securities.

The object of the research is the mechanism for financing the activities of real sector enterprises operating in Uzbekistan through securities.

Scientific novelty of the research:

it is proposed to create an open data set of securities market regulators and trade organizers, which includes the amounts and terms of payment of dividends, tradable bonds and interest on them, which are fixed for all investors in the issuer's preferred shares;

encouragement of the privatization of state-owned enterprises through a public offering on the local stock exchange is based on the fact that the results of the placement of shares through an IPO or SPO will not be reviewed;

it is proposed to cancel the pledge requirement in order to simplify the requirements for the placement of corporate bonds by enterprises in the real sector on a closed subscription basis;

it is proposed to obtain the opinions of underwriters and consulting organizations on the price, volume, time of receipt and place of circulation of shares of underwriters and consulting organizations before the public offering of shares of enterprises in the real sector, first on the national stock exchange, and then on foreign stock markets.

Implementation of the research results. Based on the obtained scientific results on improving the mechanism for financing enterprises in the real sector through securities:

The “Roadmap for the implementation of the Capital Market Development Program for 2021-2022” was developed, approved by the Decree of the President of the Republic of Uzbekistan dated April 13, 2021 No. PD-6207 “On measures to further develop the capital market”, a proposal was used to create a database on issuers, types shares, dividends on preferred shares, current bonds and interest on them, the amount and terms of payment that are convenient for all investors (Reference No. 06/ 06-04-01-32/1554 of Ministry of Finance of the Republic of Uzbekistan, dated June 21, 2021). This proposal served to increase the investment attractiveness of issuers, in particular, enterprises of the real sector, on the basis of information openness;

the proposal not to revise the results of an IPO or SPO placement in encouraging the privatization of state enterprises through a public offering of shares on the local stock exchange is reflected in the Decree of the President of the Republic of Uzbekistan dated April 13, 2021 No. PD-6207 “On measures to further develop the capital market” (Reference No. 06/06-04-01-32/1554 of the Ministry of Finance of the Republic Uzbekistan, dated June 21, 2021). This proposal allowed issuers, in particular enterprises of the real sector, to increase funding through the issuance of additional shares and reduce the state's share through public offering;

a proposal to cancel the collateral requirement in order to simplify the requirements for the placement of corporate bonds by enterprises in the real sector on a closed subscription basis. This proposal was used in the development of the «Roadmap for the implementation of the Capital Market Development Program for 2021-2022», approved by the Decree of the President of the Republic of Uzbekistan dated April 13, 2021 «On measures to further develop the capital market» PD-6207 (Reference No. 06/06-04-01-32/1554 of Ministry of Finance of the Republic of Uzbekistan, dated June 21, 2021). The abolition of a security requirement based on a private placement between predetermined persons made it possible to diversify financing in enterprises in the real sector;

the proposal to obtain the opinion of underwriters and consulting organizations on the price, volume, time of receipt and place of circulation of shares of enterprises in the real sector, first on the national exchange, and then on foreign stock exchanges, is reflected in the Decree of the President of the Republic of Uzbekistan dated April 13, 2021 «On measures to further develop the market capital» PD-6207 and 2023. This procedure is planned to be introduced from January 1 (Reference No. 06/06-04-01-32/1554 of the Ministry of Finance of the Republic of Uzbekistan, dated June 21, 2021). This offer ensured the success of the issue by obtaining opinions from the underwriter and consulting organizations on the price, volume, timing and location of the placement of shares prior to the public offering.

Approbation of the research results. The results of this study were discussed at 5, including 3 national and 2 international scientific conferences.

Publication of research results. In total, 12 scientific papers were published on the topic of the dissertation, including 7 scientific articles recommended for publication on the main scientific results of doctoral dissertations of the Supreme Attestation Commission of the Republic of Uzbekistan, including 5 published in domestic and 2 foreign journals.

The structure and scope of the dissertation. The dissertation consists of an introduction, three chapters, conclusion, list of references and appendixes. The volume of the dissertation is 122 pages.

ЭЪЛОН ҚИЛИНГАН ИШЛАР РЎЙХАТИ
СПИСОК ОПУБЛИКОВАННЫХ РАБОТ
LIST OF PUBLISHED WORKS

I бўлим (I часть, part I)

1. Bozorov A.R. Financing real sector firms through securities: evidence from Uzbekistan // «International Journal of Economics, Commerce and Management». 2019. Vol. VII. Issue 8. August. P. 583-589. (№23; Impact factor (SJIF) - 6.932).

2. Бозоров А.Р. Реал сектор корхоналарининг аҳамияти, уларни молиялаштиришнинг назарий ва ташкилий-ҳуқуқий асослари// «Халқаро молия ва ҳисоб» илмий электрон журнал. 2020. №3. Июнь. (08.00.00 №19).

3. Бозоров А.Р. Иқтисодий таркибий ўзгартиришда эркин индустриал-иқтисодий зоналарни ташкил этишнинг ҳуқуқий асослари// «Халқаро молия ва ҳисоб» илмий электрон журнал. 2016. №2. Октябрь. (08.00.00 №19).

4. Бозоров А.Р. Реал секторни қимматли қоғозлар орқали молиялаштиришнинг илғор хориж тажрибалари / 2021 йил 11-12 июнь да ўтказилган «Молия-кредит тизимининг иқтисодий реал сектори билан ўзаро муносабатларини институционал ривожлантириш» мавзусидаги: Халқаро илмий-амалий конференция материаллари. Самарқанд, 2021. 220-224 б.

5. Бозоров А.Р. Реал сектор корхоналарини молиялаштиришнинг назарий ва ташкилий ҳуқуқий асослари / 2020-йил 3-4 апрелда ўтказилган «Бозор хўжалиги феномени: бошланишидан бугунги кунга қадар. Ноаниқлик ва таваккалчилик шароитида ҳамкорлик» мавзусидаги : Халқаро илмий-амалий конференция материаллари. Т.: Қарши, 2020. 501-507 б.

6. Бозоров А.Р. Акцияларни жойлаштириш орқали реал сектор корхоналарини молиялаштириш амалиёти таҳлили / 2021-йил 18-июнда ўтказилган «Ёшлар-янги Ўзбекистон, янги ренессанс бунёдкорлари» мавзусидаги: Республика илмий-амалий конференция материаллари. Фарғона: Фарғона, 2021. 184-190 б.

7. Бозоров А.Р. Иқтисодийнинг реал секторини молиялаштиришда акцияларни оммавий жойлаштириш амалиёти / 2021-йил 27-майда ўтказилган «COVID-19 Пандемиясидан кейин кичик ва ўрта қишлоқ хўжалиги, боғдорчилик ва гулчилик бизнесини шиддат билан тиклаш бўйича инновацион стратегиялар» мавзусидаги: Республика илмий-амалий конференция материаллари. Наманган: Наманган, 2021. 344-350 б.

II бўлим (II часть, part II)

8. Bozorov A. R. Real economy sector: Promlems of financing and investment// «European Journal of business and social sciences» International refereed and indexed journal for research for research publication. 2019. Vol-07. Issue 11 august. ISSN 2235-767X. with Impact Factor 6,76 <https://ejbss.org>, P. 26-34.

9. Бозоров А.Р. Реал сектор корхоналарини молиялаштиришда акцияларни оммавий жойлаштириш амалиёти// «Фан ва технологиялар тараққиёти» илмий-техникавий журнал. 2021. № 4.

10. Бозоров А.Р. Акцияларни жойлаштириш орқали реал сектор корхоналарини молиялаштириш амалиёти// «Ilm sarchashmalari» илмий-услубий журнал. 2021. №2.

11. Бозоров А.Р. Қимматли қоғозлар эмиссияси – инвестицияларни жалб қилиш манбаси// «Бизнес: аудит, баҳо, мулк» Ижтимоий-иқтисодий, маърифий журнал. 2013. № 5. Мау. 18-19 б.

12. Бозоров А.Р. Эркин иқтисодий зоналарни ташкил этишнинг ҳуқуқий асослари / 2017-йил 12-апрелда ўтказилган «Худудлар молиявий салоҳиятини юксалтиришда хизмат кўрсатиш соҳасининг аҳамияти» мавзусидаги: Республика илмий-амалий конференция материаллари. Т.: Iqtisod-Moliya, 2017. 277-280 б.

Автореферат «Молия» журналида таҳрирдан ўтказилди
(11.02.2022)

Босишга рухсат этилди: 11.02.2022 йил.
Бичими 60x84 1/16, «Times New Roman»
гарнитурда рақамли босма усулида босилди.
Шартли босма табағи 3,2. Адади: 100. Буюртма: № 13.

“DAVR MATBUOT SAVDO” МЧЖ
босмахонасида чоп этилди.
100198, Тошкент, Қўйлик, 4-мавзеси, 46.