

РАХМЕДОВА МАДИНАХОН НУСРАТ ҚИЗИ

**ХОРИЖИЙ ИНВЕСТИЦИЯЛАРНИ
ЖАЛБ ҚИЛИШ ИНСТРУМЕНТИ СИФАТИДА
ЕВРООБЛИГАЦИЯЛАР БИЛАН ОПЕРАЦИЯЛАРНИ
ТАКОМИЛЛАШТИРИШ**

08.00.07 – Молия, пул муомаласи ва кредит

**иқтисодиёт фанлари бўйича фалсафа доктори (PhD) 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**

Рахмедова Мадинахон Нусрат қизи

Хорижий инвестицияларни жалб қилиш инструменти сифатида
еврооблигациялар билан операцияларни такомиллаштириш.....3

Рахмедова Мадинахон Нусрат қизи

Совершенствование операций с еврооблигациями как инструмента
привлечения иностранных инвестиций29

Rakhmedova Madinakhon Nusrat Kizi

Improving operations with Eurobonds as a tool for attracting foreign
investment...55

Эълон қилинган ишлар рўйхати

Список опубликованных работ

List of published works.....59

РАХМЕДОВА МАДИНАХОН НУСРАТ ҚИЗИ

**ХОРИЖИЙ ИНВЕСТИЦИЯЛАРНИ
ЖАЛБ ҚИЛИШ ИНСТРУМЕНТИ СИФАТИДА
ЕВРООБЛИГАЦИЯЛАР БИЛАН ОПЕРАЦИЯЛАРНИ
ТАКОМИЛЛАШТИРИШ**

08.00.07 – Молия, пул муомаласи ва кредит

**иқтисодиёт фанлари бўйича фалсафа доктори (PhD) диссертацияси
АВТОРЕФЕРАТИ**

Тошкент шаҳри – 2022 йил

Фалсафа доктори (Doctor of Philosophy) диссертацияси мавзуси Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамаси ҳузуридаги Олий аттестация комиссиясида B2020.2.PhD/Iqt1314 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 «Ziyonet» ахборот-таълим порталида (www.ziyonet.uz) жойлаштирилган.

Илмий раҳбар:

Тошмуродова Бувсара Эгамовна
иктисодиёт фанлари доктори, профессор

Расмий оппонентлар:

Карлибаева Рая Ходжибаевна
иктисодиёт фанлари доктори, профессор

Хайдаров Низомиддин Хамраевич
иктисодиёт фанлари доктори, профессор

Етакчи ташкилот:

Г.В.Плеханов номидаги Россия иқтисодиёт университети Тошкент шаҳри филиали

Диссертация ҳимояси Тошкент молия институти ҳузуридаги илмий даражалар берувчи DSc. 03/30.12.2019.I.17.01 рақамли Илмий кенгашнинг 2022 йил 25 02 соат 16⁰⁰ даги мажлисида бўлиб ўтади. Манзил: 100000, Тошкент шаҳри, Амир Темур шоҳ кўчаси, 60-А уй. Тел.: (99871) 234-53-34, факс: (99871) 234-46-26, e-mail: ilmiykengash@tfi.uz

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

Диссертация автореферати 2022 йил «12» 02 куни тарқатилди.
(2022 йил «12» 02 даги 13- рақамли реестр баённомаси).



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

[Signature]
Ф.К.Холмаматов
Илмий даражалар берувчи илмий кенгаш котиби, иқтисодиёт фанлари бўйича фаласафа доктори (PhD), доцент

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

КИРИШ (фалсафа доктори (PhD) диссертацияси аннотацияси)

Диссертация мавзусининг долзарблиги ва зарурати. Жаҳонда иқтисодий интеграция жараёнларининг ҳам миллий, ҳам халқаро даражада жадал ривожланиши жаҳон иқтисодиётининг ҳозирги тараққиёт босқичидаги ажралмас хусусияти ҳисобланади. Жаҳон миқёсида умумий молиявий ахборот макони ва молия бозорларининг глобаллашуви давлатлар томонидан инвестициялар учун, мамлакатлар ўртасида капитал ҳаракати учун қулай шароитлар яратилишида намоён бўлади. Ушбу тенденция, хусусан, жаҳон хўжалик фаолияти субъектларининг жаҳон молия бозорида қарз олувчилар сифатида тобора фаол иштирок этишида намоён бўлмоқда. Бу асосан компанияларнинг қимматли қоғозлари, еврооблигациялар туфайли рўй бермоқда. Бугунги кунда миллий иқтисодиётнинг ривожланишини катта ҳажмдаги инвестицияларсиз тасаввур қилиш қийин бўлиб, бу ерда асосий роль миллий молия бозорига берилади ва инвестицияларнинг асосий улуши молиявий кўйилмалар орқали жалб қилинади.

Жаҳон амалиётда хорижий инвестицияларни самарали жалб қилиш бўйича илмий тадқиқотлар олиб борилмоқда. Аммо шу борада хорижий инвестицияларни жалб қилиш механизмларини такомиллаштириш, жалб этилган инвестициялардан самарали ва мақсадли фойдаланиш, уларни иқтисодиётнинг истиқболли тармоқларига жойлаштириш, мамлакат иқтисодиётининг инвестицион жозибадорлигини ошириш, шунингдек, прогрессив инвестиция сиёсатини олиб бориш масалалари асосида самарали ечимига эришилмаган. Еврооблигациялар жаҳон биржаси иштирокчилари учун юқори ликвидлилиги билан ажралиб турадиган энг ишончли молиявий восита сифатида тақдим этилади, улар инвесторларга кенг кўламли потенциал эмитентларнинг кўпроқ сонига киришни таъминлайди. Бундан ташқари, евробондлар мажбурий деб ҳисобланмайди. Қарз олувчи олинган маблағларни мақсадли фойдаланган ҳолда, шунингдек, турли даврдаги еврооблигацияларга эга. Евробондлар инвесторларга таваккалчилик ва рентабеллик нуқтаи назаридан энг мақбул инвестиция воситаларини танлаш ва солиқларни оптималлаштиришнинг турли схемаларини қўллаш имкониятини беради.

Ўзбекистон Республикасининг халқаро молия бозорига интеграциялашувнинг юз бераётган ва еврооблигациялар эмиссиясига алоҳида эътибор қаратилаётган бугунги кунда лойиҳалар ноаниқлиги, купон ставкалари нисбатан юқорилиги, эмиссия жараёнининг аутсайдерлар учун тўлиқ очиқ эмаслиги, эмиссия ҳисоботлари эълон қилинмаслиги каби муаммоларга дуч келинмоқда. Шу билан бирга, хорижий инвестицияларни жалб қилиш учун фойдаланиладиган механизмларнинг самарасизлиги, молиявий воситаларнинг замонавий шаклларини танлаш, шунингдек, ушбу молиявий воситалар орқали олинган маблағларнинг нотекис қайта тақсимланиши билан боғлиқ бир қатор муаммолар ҳам мавжуд. Бу борада қуйидаги асосий вазифалар белгилаб берилди: «инвестиция муҳитини яхшилаш, хорижий инвестицияларни фаол жалб қилиш, биринчи навбатда, мамлакат иқтисодиётининг тармоқлари ва минтақаларига тўғридан-тўғри хорижий инвестициялар жалб қилиш; халқаро иқтисодий ҳамкорликни янада

ривожлантириш, шу жумладан, етакчи халқаро ва хорижий молия институтлари билан шартномаларни кенгайтириш, ташқи қарз олиш бўйича пухта ўйланган сиёсатни давом эттириш, жалб этилган хорижий инвестиция ва кредитлардан самарали фойдаланиш»¹. Бу вазифаларни самарали амалга ошириш хорижий инвестицияларни жалб қилиш механизмини такомиллаштириш бўйича таклиф ва тавсиялар ишлаб чиқишни талаб қилади.

Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2017 йил 7 февралдаги «Ўзбекистон Республикасини янада ривожлантириш бўйича Ҳаракатлар стратегияси тўғрисида»ги ПФ-4947-сон, 2019 йил 17 январдаги «2017-2021 йилларда Ўзбекистон Республикасини ривожлантиришнинг бешта устувор йўналиши бўйича ҳаракатлар Стратегиясини «Фаол инвестициялар ва ижтимоий ривожланиш йили»да амалга оширишга оид давлат дастури тўғрисида»ги ПФ-5635-сон, 2018 йил 1 августдаги «Ўзбекистон Республикасида инвестиция муҳитини тубдан яхшилаш чора-тадбирлари тўғрисида»ги ПФ-5495-сон фармонларида, Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2019 йил 29 апрелдаги «Республика иқтисодиётига тўғридан-тўғри хорижий инвестицияларни жалб қилиш механизмларини янада такомиллаштириш чора-тадбирлари тўғрисида»ги ПҚ-4300-сон, 2019 йил

2 апрелдаги «Ўзбекистон Республикасининг илк суверен халқаро облигацияларини жойлаштиришдан тушган маблағлардан самарали фойдаланиш тўғрисида»ги ПҚ-4258-сон қарорлари, шунингдек, халқаро облигациялар чиқариш ва еврооблигациялар билан боғлиқ операциялар самарадорлигини оширишга қаратилган, шунингдек мазкур соҳага тегишли бошқа меъёрий ҳужжатларда белгиланган вазифаларни амалга оширишга мазкур диссертация тадқиқоти муайян даражада хизмат қилади.

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

Муаммонинг ўрганилганлик даражаси. Шу пайтга қадар хорижий инвестицияларни жалб этиш воситаси сифатида еврооблигациялардан фойдаланиш масалалари маҳаллий адабиётларда унчалик кўриб чиқилмаган бўлса, хорижий манбаларида янада чуқурроқ акс эттирилган.

Инвестициялаш назариясининг асосий жиҳатлари Дж.Кейнс, А.Маршалл, П.Самуэльсон, А.Смит, Ф.Фабоци, С.Фишер, У.Шарп, Дж.Данинг² каби кўплаб таниқли хорижий олимларнинг асарларида тадқиқ

¹Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2017 йил 7 февралдаги «Ўзбекистон Республикасини янада ривожлантириш бўйича Ҳаракатлар стратегияси тўғрисида»ги ПФ-4947-сон Фармони

² Дж.Кейнс «Общая теория занятости, процента и денег»- М.,1978.- 128 с.; А.Маршалл, «Инвестиции» Пер с англ.- М.: ИНФРА-М,2001; П.Самуэльсон «Multiplier-accelerator model, Review of Economic Statistics. 21(2): Адам Смит «Исследование о природе и причинах богатства народов»; Ф.Фабоци, Дж Френк «Управление инвестициями» Изд-во: М.: Инфра-М,2000.; С. Фишер, Р. Дорбнуш, Р. Шмалензи «Экономика», ДЕЛО лтд, 2000 г.; У.Шарп.; А. Маршалл «Principals of Economics», Macmillan and Co.,

этилади, қимматли қоғозлар воситасида хорижий инвестициялар жалб қилиш жараёнлари россиялик олимлардан И.А.Бланк, В.В.Бочаров, Т.Г.Касьяненко, Г.А.Маховикова, В.В.Ковалев, А.А.Суэтин, Л.Н.Красавина, К.В.Рудый, В.М.Коркин, Н.И.Быкова, А.С.Булатова, В.М.Родионова, А.Г.Грязнова, Б.А.Райзберг, А.Е.Дворецкая, Ю.С.Евлахова³ ва бошқаларнинг асарларида кўриб чиқилади.

Маҳаллий олимлардан М.Б. Хамидулин, Н.Р.Турсунова, И.Л.Бутиков, Х.Х.Худойкулов, Х.С.Тиллаев, А.Т.Аликулов ва У.И.Алиеваларнинг илмий ишларида еврооблигациялар фаолиятининг айрим жihatлари кўриб чиқилган. Бундан ташқари, С.Э. Элмирзаев, О.Н. Хамдамов ва Н.Ш. Шавкатов⁴ томонидан халқаро молия бозорининг воситаси сифатида еврооблигацияларнинг жалб этувчан томонлари мақолаларда ўрганилган.

Диссертация тадқиқотининг диссертация бажарилган олий таълим муассасасининг 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» мавзусидаги стратегик йўналишдаги тадқиқотлар доирасида бажарилган.

Тадқиқотнинг мақсади хорижий инвестицияларни жалб қилиш инструменти сифатида еврооблигациялар билан операцияларни

³И.А.Бланк «Инвестиционный менеджмент», Учебное пособие.-Киев: Ника- Центр: Эльга-Н,2001.-448 с.; В.В.Бочаров «Инвестиции», Учебник для вузов. 2-ое издание. СПб.: Питер 2009-384 с.; Т. Г. Касьяненко, Г. А. Маховикова «Инвестиции»: Учебное пособие. – М.: Эксмо, 2009.; В.В. Ковалев, В.В.Иванов, В.А.Лялин «Инвестиции» Учебник.-М.: ООО «ТК Велби»,2003.-440 с.; Суэтин А. А. Международный финансовый рынок. — М.: Кнорус, 2004. — С. 28; Красавина Л. Н. Финансовый рынок как фактор инновационного развития экономики: системный подход // Банковское дело. — 2008. — No 8; Рудый К. В. Финансы внешнеэкономической деятельности. — Минск: Высшая школа, 2004. — С. 208.; Коркин В. М. Ссудный рынок России. — М.: Экзамен, 2001. — С. 21.; Быкова Н. И. Формирование финансового рынка в РФ и роль банков в его развитии: дис. ... д. э. н.: 08.00.10. — СПб., 1999. — С. 10.; Экономика / Под ред. А. С. Булатова. — М.: БЕК, 1994. — С. 364.; Финансы / Под ред. В. М. Родионовой. — М.: Финансы и статистика, 1995. — С. 396.; Финансово-кредитный энциклопедический словарь / Под общей ред. д. э. н., проф. А. Г. Грязновой. — М.: Финансы и статистика, 2002. — С. 866.; Райзберг Б. А., Лозовский Л. Ш., Стародубцева Е. Б. Современный экономический словарь. — М.: ИНФРА-М, 1996. — С. 361.; Дворецкая А. Е. Рынок капитала в системе финансирования экономического развития. — М.: Анкил, 2007. — С. 8, 14. ; См. например: Современный рынок капиталов / Под ред. Г. П. Солоса. — М.: Финансы, 2007. — С. 9; Евлахова Ю. С. Трансформация институциональной структуры регулирования финансового рынка России: дис. ... к. э. н. — Ростов-на-Дону, 2007.

⁴М.Б.Хамидулин «Развитие финансового механизма корпоративного управления» Автореферат диссертации доктора экономических наук.- Ташкент, БФА, 2009; И.Л.Бутиков «Проблемы формирования и функционирования рынка ценных бумаг в Узбекистане» Автореферат диссертации доктора экономических наук.-Ташкент,БФА,2009; Ш.Ш. Шохъазамий «Методологические основы и приоритеты стратегического развития рынка ценных бумаг в Узбекистане» Автореферат диссертации доктора экономических наук.-Ташкент:БФА,2011; У.М.Алиева «Пути совершенствования функционирования инфраструктуры рынка ценных бумаг в Узбекистане» Автореферат диссертации доктора экономических наук.-Ташкент,БФА,2008. Н.Р.Турсунова «Пути эффективной организации финансового обеспечения в управлении корпоративными финансами» Автореферат диссертации доктора экономических наук.-Ташкент, БФА,2019, Х.С.Тиллаев «Развитие деятельности коммерческих банков на рынке ценных бумаг» Автореферат диссертации доктора экономических наук.-Ташкент, 2020г., А.Т.Аликулов «Увеличение потока капитала через фондовый рынок в Узбекистане» Автореферат диссертации доктора экономических наук.-Ташкент, 2021г., С.Элмирзаев, М.Рахмедова, Х.Холиков «Перераспределение средств, полученных от эмиссии суверенных еврооблигаций и их эффективность». Халқаро молия ва ҳисоб. 2020; О.Н.Хамдамов, Ш.Отохонова, З.Баратова «Анализ рынка облигаций в странах Азиатского региона», Халқаро молия ва ҳисоб.2020; Н.Шавкатов, Б.Бозоров «Давлат хусусий шериклик амалиётига хусусий секторни инфратузилма облигациялари оркали жалб қилиш масалалари», Халқаро молия ва ҳисоб, 2021.

такомиллаштиришга қаратилган таклифлар ва амалий тавсиялар ишлаб чиқиш ҳисобланади.

Тадқиқотнинг вазифалари:

ҳозирги ривожланиш босқичида еврооблигациялар бозорининг ўзига хос хусусиятлари ва ривожланиш тенденцияларини ўрганиш;

ҳалқаро молия бозорида еврооблигацияларни жойлаштириш механизминини ўрганиш;

мамлакатлар иқтисодиётинини молиялаштириш хусусиятларини таҳлил қилиш ва хорижий инвестицияларни жалб қилиш воситаси сифатида еврооблигациялардан фойдаланишда уларнинг асосий мақсадларини очиб бериш;

еврооблигациялар эмиссиясининг бошқа молиявий инструмнетлар билан таққослаганда афзаллигини таҳлил қилиш;

Ўзбекистон Республикасининг евробондлар бозорида ривожланиш хусусиятларини аниқлаш ва хорижий тажрибани ички амалиётда қўллаш имкониятларини аниқлаш мақсадида ички еврооблигация бозорининг ҳозирги ҳолатини таҳлил қилиш;

миллий эмитентларнинг эмиссия фаолиятини аниқлаш ва таҳлил қилиш;

Ўзбекистон Республикасининг ҳалқаро еврооблигация бозоридаги иштирокини янада кучайтириш истикболларини ўрганиш.

Тадқиқотнинг объекти ҳалқаро молия бозорида суверен ва корпоратив еврооблигацияларни жойлаштириш жараёни ҳисобланади.

Тадқиқотнинг предмети еврооблигацияларни чиқариш ва ҳалқаро молия бозорида жойлаштириш орқали инвестицияларни жалб қилиш билан боғлиқ молиявий муносабатлар ҳисобланади.

Тадқиқотнинг усуллари. Диссертацияни тайёрлаш жараёнида илмий абстракция, индукция ва дедукция, тизимли таҳлил, иқтисодий ва статистик таҳлил, қиёсий таҳлил каби тадқиқот усулларидан фойдаланилди.

Тадқиқотнинг илмий янгилиги қуйидагилардан иборат:

инвесторлар учун жозибатор механизмларни жорий қилиш ҳисобига имтиёз ва преференцияларни бериш орқали капитал бозорида еврооблигациялар эмитентларини рағбатлантирган ҳолда еврооблигациялар тўлов даражаси 4,75% пасайтириш асосланган;

тижорат банклари, суғурта ташкилотлари ва инвестиция компанияларининг еврооблигациялар эмиссияси ва бошқа эмитентлар еврооблигацияларига инвестиция киритиш орқали миллий институционал инвесторларнинг еврооблигациялар бозоридаги фаоллигини оширишаҳамиятга эга бўлган объектларга бюджет ссудаси сифатида ажратиш таклиф этилган;

дифференциал қимматли қоғозлар бозори инструменти сифатида эмитентлар томонидан уч йиллик сузувчи купонли еврооблигациялар муомаласидан фойдаланиш орқали купонли тўловларни тарибга солиш таклиф этилган.

Тадқиқотнинг амалий натижалари қуйидагилардан иборат:

лойиҳалар аниқлигини ошириш ва юқори самарадорлигини асослаш, ахборотлар очиклигини ва эмиссиянинг батафсил ҳисоботлари ошкоралигини

таъминлаш ҳолда еврооблигациялар инвестицион жозибадорлигини ошириш усуллари асосланган;

хорижий инвестициялар жалб қилиш учун еврооблигациялар жойлаштириш механизмини такомиллаштириш бўйича тавсиялар ишлаб чиқилди;

фонд бозорини ривожлантиришнинг истиқболли йўналишлари сифатида ўрта муддатли евроқоғозлар бозори (medium-term euronotes, MTN) имкониятларидан фойдаланиш бўйича қарор қабул қилинди.

мамлакатнинг инвестиция ва стратегик муҳим лойиҳаларини, хусусан, олтин казиб олиш билан боғлиқ лойиҳаларни ҳамда халқаро облигациялар чиқаришдан тушган маблағлар ҳисобига ижтимоий инфратузилмани яхшиловчи лойиҳаларни молиялаштириш учун маблағлар ажратиш таклифи такомиллаштирилди.

Тадқиқот натижаларининг ишончлилиги. Илмий натижалар ишончлилиги инвестиция фаолияти соҳасидаги машҳур иқтисодчи-олимларнинг илмий-назарий қарашларини қиёсий ва танқидий таҳлил қилиш натижалари, илғор хорижий тажрибани ўрганиш ва умумлаштириш, ҳамда халқаро фонд биржалар индекслари, Ўзбекистон Республикаси Молия вазирлиги, Ўзбекистон Республикаси Марказий банки, АТБ «Ўзқурилишсаноатбанк», АТИБ «Ипотека-банк», Ўзбекистон Республикаси ташқи иқтисодий фаолият Миллий банкининг ҳисобот ва статистика маълумотларини таҳлил қилиш билан тасдиқланади.

Тадқиқот натижаларининг илмий ва амалий аҳамияти. Тадқиқот натижаларининг илмий аҳамияти шундаки, диссертацияда ишлаб чиқилган назарий хулосалар, таклиф ва тавсиялардан мамлакат инвестицион муҳитининг жозибадорлигини ошириш ва хорижий инвестицияларни жалб этиш воситаси сифатида еврооблигациялар билан операцияларни такомиллаштиришга қаратилган тадқиқотларни амалга оширишнинг фундаментал асоси сифатида фойдаланиш мумкин.

Тадқиқот натижаларининг амалий аҳамияти шундаки, олинган хулоса ва натижалардан қонун чиқарувчи ва ижро этувчи органлар томонидан хорижий инвестицияларни жалб этиш бўйича инвестиция сиёсатини такомиллаштиришда фойдаланиш мумкин. Тадқиқот натижаларидан бакалаврият йўналишлари бўйича ўтиладиган “Инвестициялар”, “Корпоратив молия”, “Молия бозори” фанларидан ўқув дастурларини такомиллаштиришда фойдаланиш мумкин.

Тадқиқот натижаларининг жорий қилиниши. Хорижий инвестицияларни жалб қилиш воситаси сифатида еврооблигациялар билан операцияларни такомиллаштириш бўйича ишлаб чиқилган таклифлар асосида:

халқаро облигациялар миллий эмитентлари фаолиятини тартибга солувчи ваколатли органнинг ҳуқуқ ва мажбуриятларини белгилаш ва келажақда суверен кредит рейтинги, тижорат банклари ва бошқа акциядорлик жамиятларининг кредит рейтинги яхшиланишига кўмаклашувчи миллий қимматли қоғозлар бозорини бир маромда ривожлантириш таклифи Ўзбекистон Республикаси Президентининг 24.01.2019 йил қабул қилинган ПҚ-4127-сон Қарорида акс эттирилди

(Ўзбекистон Республикаси Молия вазирлигининг 2021 йил 26 апрелдаги 06/04-01-32/974-сон маълумотномаси). Мазкур таклифнинг амалиётга қўлланилиши натижасида халқаро молия бозорларида суверен ва корпоратив еврооблигациялар бўйича фоиз ставкалари сезиларли пасайишига олиб келди;

табақалаштирилган қимматли қоғозлар бозори воситалари, хусусан, ўрта муддатли еврооблигацияларни халқаро молия бозорида жойлаштириш таклифи Ўзбекистон Республикаси Президентининг 29.04.2019 йил қабул қилинган ПҚ-4300-сон Қарорида акс эттирилди (Ўзбекистон Республикаси Молия вазирлигининг 2021 йил 26 апрелдаги 06/04-01-32/974-сон маълумотномаси). УШбу таклифнинг амалиётга қўлланилиши натижасида 2020 йилда Ўзбекистон Республикаси Молия вазирлиги биринчи марта Лондон фонд биржасида миллий валютада номинал қиймати 2 трлн. сўм бўлган еврооблигацияларни 3 йил муддатга 14,5% даромадлилик билан муваффақиятли жойлаштирди.

халқаро молия бозорлари билан фаол интеграция асосида инвесторларнинг барча тоифалари учун капитал бозорининг очиқлигини ошириш, жумладан, халқаро молия бозорида, хусусан, евроқоғозлар бозорида институционал инвесторлар сифатида миллий банклар, суғурта ва инвестиция компаниялари ва бошқа молия субъектларининг аҳамиятини ошириш таклифи Ўзбекистон Республикаси Президентининг 24.01.2019 йил қабул қилинган ПҚ-4127-сон Қарорида акс эттирилди (Ўзбекистон Республикаси Молия вазирлигининг 2021 йил 26 апрелдаги 06/04-01-32/974-сон маълумотномаси). Ушбу таклифнинг амалга оширилиши натижасида бир қатор миллий банклар корпоратив еврооблигацияларни чиқариш орқали жаҳон фонд бозорининг профессионал иштирокчиларига айландилар.

мамлакатнинг инвестиция ва стратегик муҳим лойиҳаларини, хусусан, олтин қазиб олиш билан боғлиқ лойиҳаларни ва халқаро облигациялар чиқаришдан олинган маблағлар ҳисобига ижтимоий инфратузилмани яхшилайдиган лойиҳаларни молиялаштиришга маблағлар ажратиш таклифи Ўзбекистон Республикаси Президентининг 02.04.2019 йил қабул қилинган ПҚ-4258-сон Қарорида акс эттирилди (Ўзбекистон Республикаси Молия вазирлигининг 2021 йил 26 апрелдаги 06/04-01-32/974-сон маълумотномаси). Ушбу таклиф натижасида еврооблигация чиқаришдан олинган маблағларни Навоий КМҚнинг техник, технологик ва инновацион салоҳиятини ошириш учун йўналтириш мумкин бўлди.

Тадқиқот натижаларининг апробацияси. Ушбу тадқиқот натижалари 3 та халқаро ва 7 та республика илмий-амалий анжуманларида муҳокамадан ўтказилган.

Тадқиқот натижаларининг эълон қилинганлиги. Диссертация мавзуси бўйича жами 25 та илмий иш, жумладан Ўзбекистон Республикаси Олий аттестация комиссиясининг диссертацияларни асосий илмий натижаларини чоп этиш тавсия этилган илмий нашрларда 6 та илмий мақола, жумладан 2 таси хорижий журналда, шунингдек, халқаро ва республика илмий-амалий конференцияларда, бошқа илмий нашрларда 19 та мақола ва тезислар чоп этилган.

Диссертациянинг тузилиши ва ҳажми. Диссертация кириш, учта боб, хулоса, фойдаланилган адабиётлар рўйхати ва иловалардан таркиб топган. Диссертация ҳажми 113 бетни ташкил этади.

ДИССЕРТАЦИЯНИНГ АСОСИЙ МАЗМУНИ

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

Диссертациянинг биринчи боби **«Хорижий инвестициялар жалб қилиш инструменти сифатида еврооблигацияларнинг назарий асослари»** деб номланган бўлиб, унда жаҳон фонд бозорининг моҳияти очиб берилган, жаҳон фонд бозорининг асосий воситалари аниқланган, еврооблигацияларга таърифлар берилган, жаҳон фонд бозори тизимида еврооблигацияларнинг роли, еврооблигациялар бозорининг эволюцияси, ушбу бозорнинг пайдо бўлиш сабаблари ҳамда еврооблигациялар бозорининг хусусиятлари баён этилган.

Молия бозори мамлакат молия тизимининг асосий қисми ҳисобланади, у халқаро молия бозорига интеграциялашув жараёнида замонавий иқтисодиётда муҳим рол ўйнайди. Айни пайтда мамлакатимизда барқарор иқтисодий ўсишга эришиш, миллий валютани мустаҳкамлаш, экспорт ҳажмини ошириш ва бошқаларга қаратилган бозор ислохотлари давом эттирилиб, молия бозорига катта эътибор қаратилмоқда.

Молия бозорининг тузилишига келадиган бўлсак, ҳар бир тадқиқотчи уни ўзига хос тарзда тасаввур қилади. Шу билан бирга уни концептуал тушуниш жуда муҳим, чунки у бозорни тартибга солишни ташкил этишга катта таъсир кўрсатувчи омил бўлиб хизмат қилади. Унинг элементлари бўйича олимлар ва иқтисодчиларнинг фикрлари 1-жадвалда келтирилган.

Олимларнинг юқоридаги фикрларини умумлаштириб, молия бозори - турли молиявий институтларни молиявий ресурслар билан таъминлашнинг глобал тизими деб ҳисоблаймиз. Бутун молия бозори, иқтисодиёт нуқтаи назаридан, молиявий активларни тақсимлаш, ундан кейин пул маблағларни жалб қилиш жараёнидир. Демак, молия бозори молиявий ресурслар олди-сотди майдони ҳам, уларнинг муомаласини таъминлайдиган муассасалар бирлашмаси ҳам, яъни бозорнинг асосий қонунлари асосида кредит ва молия институтлари орқали бўш нақд пулни ссуда капиталига айлантириш соҳасидаги ижтимоий-иқтисодий муносабатлар мажмуидир.

Иқтисодчи олимларнинг молия бозорига турлича қарашлари⁵

Манба	Таъриф	Фарқнинг муҳим элементи
Ўзбекистон Республикасининг 06.01.2012 йил қабул қилинган «Рақобат тўғрисида»ги ЎРҚ-319-сон қонуни моддаси	Молия бозори - банклар ҳамда бошқа кредит, сугурта ва ўзга молия ташкилотлари томонидан кўрсатиладиган молиявий хизматнинг, шунингдек қимматли қоғозлар бозори профессионал иштирокчилари хизматларининг Ўзбекистон Республикаси ҳудудидаги ёки унинг бир қисмидаги муомала доираси бўлиб, у Ўзбекистон Республикасининг маъмурий-худудий бўлинишига мос келмаслиги мумкин ва мазкур муомала доираси чегараларида бундай хизматни кўрсатиш имконияти мавжуд бўлади	Молиявий хизмат тури.
Гитман Л., М.Джонк Основы инвестирования. М.: Дело, 2007.	Молия бозори – битим тузиш учун пул таклиф қиладиганлар билан пул қидираётганларни бирлаштирадиган механизм	Унинг ёрдамида давлат, юридик ва жисмоний шахсларнинг молиявий жамғармалари тўпланиб, самарали инвестиция учун фойдаланиладиган механизм
Ф.Дж. Фабозци «Управление инвестициями» Prentice Hall, Inc., 1995; ИНФРА-М, 2000	Молия бозори молиявий активларни яратиш ва алмашиш механизмларини таъминлайди	Молия бозорининг мақсади молиявий воситалар билан операцияларни амалга ошириш механизмини яратишдан иборат
Сакс Ж., Лоурен Ф. 2006. Macroeconomics. Global approach. Published in Russian. Delo, Moscow, pp: 675.	Молия бозори - молиявий ресурсларнинг муомала соҳаси ёки молиявий активлар ва воситалар савдоси тизими	Валюта бозори, олтин бозори, капитал бозори, нақд пул бозори
Михайлов Д.М. Мировой финансовый рынок: тенденции и инструменты. — М.: Экзамен, 2000	Мулкий ҳуқуқларни амалга ошириш муддатига кўра молия бозори пул бозори ва капитал бозорига бўлинади. Эркин олди-сотди қилиш имконияти мезонига кўра - қимматли қоғозлар бозори (молиявий мажбуриятлар бозорда эркин олди-сотди қилиниши мумкин) ва кредит бозорига (молиявий мажбуриятларни эркин олди-сотди қилиш имкониятисиз) бўлинади	Икки таснифлаш мезонлари: мулкий ҳуқуқларни амалга ошириш муддати ва бозорда молиявий мажбуриятларни эркин олди-сотди қилиш имконияти
Львов Ю. И. Банки и финансовый рынок. — СПб.: КультИнформ Пресс, 2005	Молия бозори ўзаро боғлиқ учта сегментни - қимматли қоғозлар бозори, кредит бозори, валюта бозорини ўз ичига олади	Кредитлар, валютани назарда тутадиган молиявий восита тури

Таъкидлаш жоизки, бу борадаги мавжуд муаммоларнинг олдини олиш ва молия бозорини янада ривожлантириш мақсадида ҳам қонунчилик даражасида, ҳам амалиётга жорий этиш чоралари кўрилмоқда.

⁵ Жадвал муаллиф томонидан иқтисодий адабиётлардан фойдаланган ҳолда тайёрланган

Мамлакатимизнинг инвестицион жозибадорлигини ошириш учун халқаро рейтинг ва индекс олиш соҳасида амалга оширилаётган чуқур ислохотларни ҳам қайд этиш зарур. Хусусан, Ўзбекистон Республикаси Президенти Ш.М.Мирзиёев 25.02.2019 йил қабул қилинган ПҚ-4210-сон Қарорида таъкидлашича: «...2017-2021 йилларда Ўзбекистон Республикасини ривожлантиришнинг бешта устувор йўналиши бўйича Ҳаракатлар стратегиясини амалга ошириш доирасида мамлакатимизнинг халқаро майдондаги ижобий обрўсини шакллантириш, Ўзбекистон Республикасининг халқаро рейтинглардаги ўрнини холис ва ҳаққоний баҳолашни таъминлаш бўйича аниқ мақсадга йўналтирилган ишлар амалга оширилди...»⁶.

Жаҳон қимматли қоғозлар бозори доирасида муҳим, лекин ҳали етарли даражада ўрганилмаган иқтисодий ҳодиса юзага келган бўлиб, уни ўз қонунлари ва устуворликларига бўйсундириган, ўз тузилма ва хусусиятларига эга бўлган халқаро, миллатлараро капиталнинг пайдо бўлиши сифатида тавсифланиши мумкин. Евровалюта бозори ва еврокапитал бозорининг вужудга келиши унинг ривожланишига сезиларли туртки бўлди. Бу бозорларнинг пайдо бўлиши жаҳон миқёсида молиявий ресурсларга бўлган талаб ва таклифнинг эркин нисбат ҳолатини яратиш имконини берди.

Еврооблигациялар – бу йирик трансмиллий компаниялар ёки давлатлар томонидан хорижий валютада чиқариладиган қимматли қоғозлар. Бундай облигациялар хорижий биржаларда ҳам, эмитент мамлакат бозорларида ҳам муомалада бўлиши мумкин.

Еврооблигациялар икки номланиши туфайли - яъни купонлар эмитент мамлакатдан ҳам, облигациянинг ўзи валютасидан ҳам фарқ қилувчи валютада тўланганда энг даромадли инвестиция воситаси ҳисобланади. Масалан, ўзбекистонлик инвестор доллардаги еврооблигация сотиб олиб, евро ёки фунтда купонни олмоқчи бўлса, бунга етарлича имконият бўлади.

Бундан ташқари, евроқоғоз бозорининг бошқа муҳим сегментлари қисқа муддатли евроқоғоз бозори ва евроакциялар бозори ҳисобланади. Еврооблигация бозорининг бундай бўлиниши унда котировка қилинадиган қимматли қоғозларнинг асосий турлари: еврооблигациялар, қисқа муддатли евроқоғозлар (евроноталар, евроекселлар, еврокредит сертификатлари) ва евроакциялар билан белгиланади.

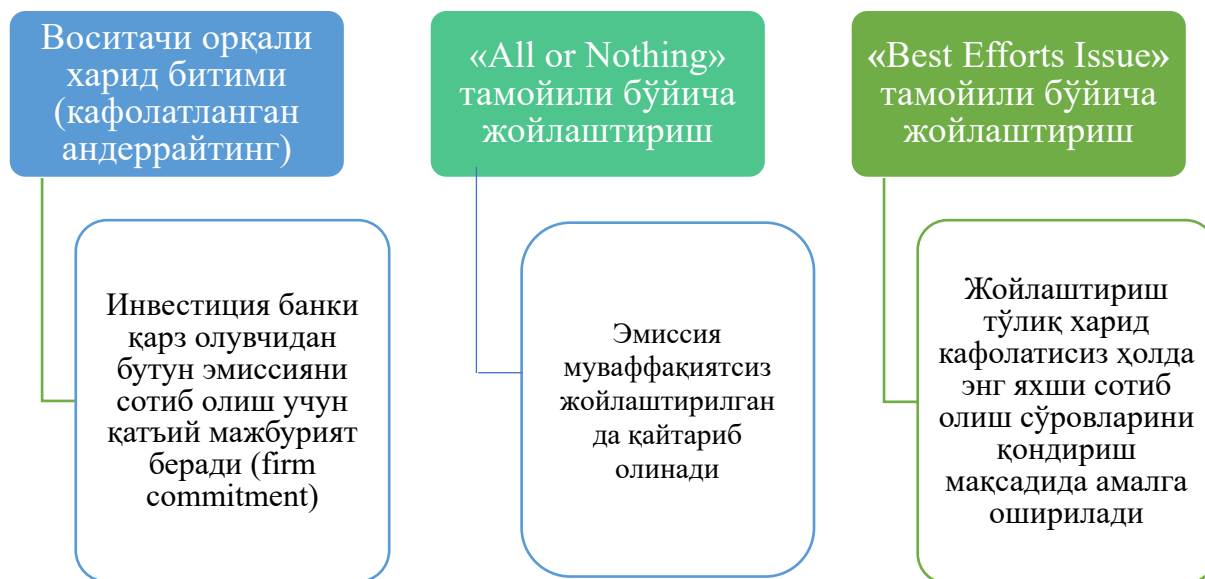
Диссертациянинг «**Еврооблигациялар турларини таҳлил қилиш ва уларнинг муомаладаги таркибий хусусиятлари**» деб номланган иккинчи бобда еврооблигацияларни жаҳон фонд бозорига чиқариш ва жойлаштириш механизми кўриб чиқилиб, халқаро еврооблигациялар бозорига кириш мақсадлари ва эмиссиядан олинган маблағлардан фойдаланиш йўналишлари таҳлил қилинган, шунингдек, еврооблигацияларнинг бошқа молиявий воситаларга нисбатан афзаллиги ҳақида хулосалар чиқарилган.

Халқаро еврооблигация бозори ривожланишининг ҳозирги босқичида евробондларни чиқаришнинг асосий усуллари қуйидагилар ҳисобланади:

⁶Ўзбекистон Республикаси Президентининг 25.02.2019 й. ПҚ-4210-сон «Ўзбекистон Республикасининг халқаро рейтинглар ва индекслардаги ўрнини яхшилаш чора-тадбирлари тўғрисида»ги Қарори

очиқ обуна (public issue, offer for subscription) – дунёнинг турли мамлакатларида чекланмаган миқдордаги инвесторлар орасида қарз менежерлари (андеррайтерлар синдикати) орқали амалга оширилади. Бундай чиқаришлар деярли ҳар доим биржада листингга эга бўлади, еврооблигация сертификатлари тегишли биржа қоидаларига мувофиқ амалга оширилади;

хусусий жойлаштириш (private placement) – еврооблигациялар улар кам сонли банклар томонидан жойлаштирилади ва кам сонли, асосан институционал инвесторлар томонидан сотиб олинади. Бундай чиқаришлар одатда фонд биржасида листингга эга бўлмайди.



1-расм. Еврооблигацияларни жойлаштириш турлари⁷

Еврооблигацияларни жойлаштиришнинг кейинги босқичи кредит лаёқати рейтингини олиш ҳисобланади, бунда бир вақтнинг ўзида бир неча жаҳон рейтинг агентликлари мурожаат қилиш мақсадга мувофиқ. Етакчи агентликлар рейтингсиз қарзни жойлаштириш деярли имконсиздир, чунки маълум бир рейтинг берилиши эмитентнинг ҳозирги иқтисодий ва сиёсий ҳолатини кўрсатади ва амалда эмитентнинг қарзларни қайтариш бўйича имкониятларини тасдиқлайди.

⁷Расм муаллиф томонидан иқтисодий адабиётлар фойдаланиш асосида тайёрланди

Эмитент мамлакатларнинг рейтинг таҳлили⁸

Рейтинг тури		Эга мамлакат	
Инвестиция тоифаси			
AAA		Эмитентнинг тўлов лаёқати жуда кучли. Дефолт хавфи минимал. Эмитентнинг тўлов лаёқати олдиндан айтиш мумкин бўлган ҳодисалар туфайли зарар кўрмайди.	Австралия, Дания, Германия, Люксембург, Нидерландия, Швеция
AA	AA+ AA AA-	Тўлов лаёқати жуда яхши бироқ, олдиндан айтиш мумкин бўлган ҳодисалар учун у қадар заиф эмас	Австрия, Бельгия, Канада, Эстония, Франция
A	A+ A A-	Тўлов лаёқати кучли. Ноқулай бизнес ёки иқтисодий шароитларга нисбатан заиф бўлиши мумкин.	Хитой, Исландия, Исроил, Япония, Саудия Арабистони
BBB	BBB+ BBB BBB-	Тўлов лаёқати кучли. Бироқ ноқулай бизнес ёки иқтисодий шароитлар уни жиддий ёмонлаштириши мумкин	Болгария, Колумбия, Хорватия, Венгрия, Ҳиндистон, Италия, Қозоғистон, Малайзия, Россия
Спекулятив тоифа			
BB	BB+ BB BB-	Бизнес ёки муҳит салбий ўзгаришлари ҳолатида хавф заифликни оширади. Шу билан бирга, тўлов лаёқатини сақлаб қолиш учун имкон берадиган мослашувчанлик бор	Озарбайжон, Бразилия, Греция, Марокаш, Парагвай, Сербия, Туркия, Ўзбекистон, Вьетнам
B	B+ B B-	Дефолт rischi катта. Хавфсизликнинг чекланган чегараси мавжуд, аммо заифлик юқори.	Арманистон, Белоруссия, Эквадор, Миср, Ирок, Кения, Монголия, Покистон, Украина
CCC	CCC+ CCC CCC-	Реалистик дефолт.	Аргентина, Лаос, Мозамбик, Конго Республикаси, Шри Ланка
CC		У ёки бу турдаги дефолт эҳтимоли юқори	
C		Дефолт бошланган. Эмитент мураккаб вазиятда. Ташқи молиялаштириш йўқ	Суринам
Дефолт тоифаси			
RD		Муайян мажбуриятлар бўйича дефолт рўй берган, бироқ эмитент ҳали тугатиш тартиботига кирмаган.	Ливан, Венесуэла
D		Тугатиш «банкрот» жараёни бошланган	

Жадвал маълумотларидан кўриниб турибдики, рейтинг қанчалик юқори бўлса, маълум бир мамлакатнинг инвестицион салоҳияти шунчалик жалб этувчан бўлади, бу эса сўровлар ҳажми катта эканлиги билан изоҳланади.

⁸ Жадвал муаллиф томонидан иқтисодий адабиётлар фойдаланиш асосида тайёрланди

Тегишли равишда, қимматли қоғоз қанчалик жалб этувчан бўлса, унинг купон даромадлиги шунчалик паст бўлади. Аксинча, мамлакатнинг кредит рейтинги қанчалик паст бўлса, риск шунчалик юқори бўлади ва риск учун тўлов шунчалик юқори бўлиши лозим. Бундай ажратиш, жумладан, тартибга солиш мақсадида ишлатилади. Пенсия фондлари ёки давлат муассасалари каби айрим молия институтларига фақат инвестиция тоифасидаги қимматли қоғозларга инвестиция киритишга рухсат берилиши мумкин.

3-жадвал

МДХ мамлакатлари биринчи еврооблигациялар чиқарилиши қиёсий таҳлили⁹

	Давлат еврооблигациялар ҳажми, (млрд.долл.)	Биринчи жойлаштириш	Жорий даромадлилик, (%)	Еврооблигация жойлаштирилган санада мамлакатнинг кредит рейтинги	Биринчи эмиссия инвесторлар орасида жойлаштириш	Сўровлар эмиссиядан ортиқлиги, марта
Россия	54,052	1996 октябрь	3,11-4,95	S&P – “BB- “ Moody’s – “Ba2” Fitch – “BB+”	АҚШ -41%, Жанубий Корея-39%, Европа-20%	2,1
Қозғистон	6,5	1996 декабрь	3,85-5,175	S&P – “BB “ Moody’s – “Ba3”	Буюк Британия -63%, АҚШ -21%, Европа-16%	4,4
Грузия	0,5	2008 апрель	6,88	S&P – “B+ “ Fitch – “B+”	Буюк Британия -56%, АҚШ-13%, Европа-31%	3,4
Беларусь	8,78	2010 июль	4,5-8,0	Moody’s – “B1”	АҚШ-67%, Буюк Британия -24%, Европа-9%	1,8
Арманистон	1,2	2013 сентябрь	6,0-7,15	Moody’s – “Ba2”	АҚШ-42%, Буюк Британия -23%, Европа-17%, РФ ва Осиё – 18%	4,3
Озарбайжон	3,5	2014 март	3,5-4,74	S&P – “BBB/A-3”	АҚШ-47%, Буюк Британия -25%, Германия – 18%, Сингапур ва Исроил – 10%	4
Тожикистон	0,5	2017 сентябрь	7,125	S&P – “B3”	АҚШ-38%, Буюк Британия -24%, Европа-35%, Осиё – 3%	9
Ўзбекистон	1,0	2019 февраль	4,75-5,375	S&P – “BB- “ Moody’s – “B1” Fitch – “BB+”	Буюк Британия –39%, АҚШ-23%, Европа-32%, Осиё – 6%	8,5

Америка давлат облигацияларининг даромадлилик даражаси ривожланаётган мамлакатлар қарз мажбуриятлари бозорида ставкалар динамикасини белгилайди (3-жадвал).

2019 йилнинг 14 февралда Ўзбекистон, Лондон фонд биржаси маълумотларига кўра, умумий ҳажми 1 млрд. доллар бўлган евробондларнинг дебют иккита траншини жойлаштирди. Облигациялар 2024

⁹<http://cbonds.ru/indexes/>

ва 2029 йилларда тўлов муддати билан 500 миллион долларлик икки транш билан жойлаштирилди.

Мамлакат Президентининг 2019 йил 2 апрелдаги ПҚ-4258-сон «Ўзбекистон Республикасининг илк суверен халқаро облигацияларини жойлаштиришдан тушган маблағлардан самарали фойдаланиш тўғрисида»ги Қарори билан маблағлар тегишли фоизлар олиш шартида қуйидагиларга йўналтирилади: «889,2 миллион АҚШ долларини аукцион савдолари ўтказиш орқали тижорат банклари депозитларига жойлаштирилади; 20 миллион АҚШ доллари «Агробанк» АТБга қарз сифатида берилади; 89,9 миллион АҚШ доллари «Навоий кон-металлургия комбинати» давлат корхонасига ссуда сифатида ажратилади». Россия, масалан, ўтган ўн йилликлар мобайнида йиллик олтин ишлаб чиқаришни 19 тоннадан 190 тоннагача оширди. Ўзбекистонда 63 та олтин кони мавжуд бўлиб, улардан фақат тўққизтаси саноат усулида ишламоқда. Олтиннинг умумий тасдиқланган захиралари 2500 тоннадан ортиқ бўлиб, эҳтимолий захиралари (С1 ва С2 тоифаларида) 5990 тоннани ташкил этади. Бундан ташқари, олтин қазиб олиш, шунингдек, платина, кумуш, нодир элементлар, майда зеб-зийнат ясаша учун фойдаланиш мумкин бўлган тошлар ва қимматбаҳо тошлар каби бошқа минераллар қазиб олиш билан боғлиқ эканлигини ёдда тутиш лозим.

Еврооблигациялар биринчи чиқарилиши жисмоний таъминотга эга эмасди. Улар ҳеч қандай гаров ёрдамида рисклардан суғурталанмаган. Асосий кафолатлар Ўзбекистон номи, давлатнинг бюджет ва молиявий сиёсати ва сиёсий барқарорлигидир. Бу омиллар Ўзбекистон Республикасига ВВ-рейтинги берилишига таъсир этиб, унга кўра ўрта муддатда ўзининг ташқи мажбуриятларига хизмат кўрсата олади.

Ғарб инвесторларининг ўзбек евробондларига ижобий эътиборига сазовор бўлишга хизмат қиладиган омиллар қаторига «экзотик» қимматли қоғозларга ўзига хос «очлик»ни қондириш ва бошқа баъзи ҳолатларни киритиш мумкин.

Натижада Ўзбекистонга «инвестицион тоифа»дан паст кредит рейтинги берилиши ва еврооблигацияларнинг дастлабки икки траншини муваффақиятли ўтказиш маҳаллий компаниялар ва маҳаллий инвесторларга халқаро молия бозорларидан капитал жалб этишга йўл очди.

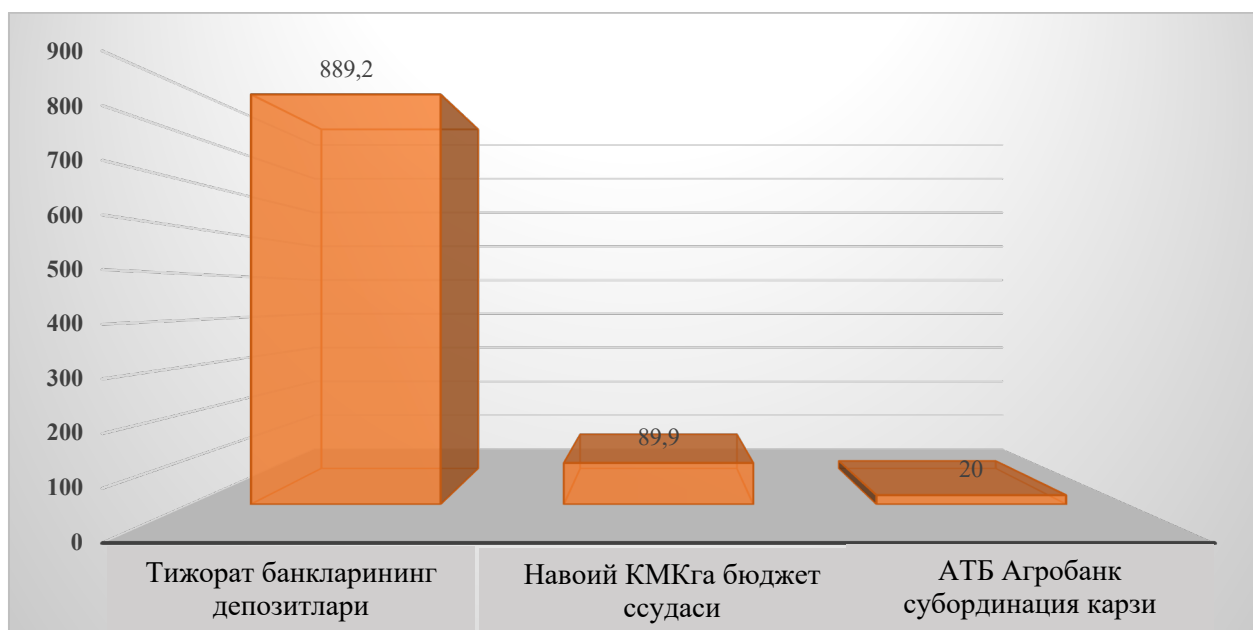
2019 йил 31 январ куни Ўзбекистон Республикаси Президентининг «Ўзбекистон Республикасининг халқаро облигацияларини чиқаришни ташкиллаштириш ва суверен кредит рейтингини сақлаб туриш чоратадбирлари тўғрисида» Қарори қабул қилинди. Қарор ижросини таъминлаш мақсадида Лондон фонд биржасида котировка қилинадиган умумий ҳажми 1 млрд. АҚШ долларига тенг бўлган Ўзбекистон Республикасининг 5 ва 10 йиллик суверен еврооблигациялари чиқарилди¹⁰.

Маълумки, Ўзбекистон Республикаси еврооблигацияларни жойлаштиришдан тушган маблағлардан Ўзбекистон Республикаси

¹⁰Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2019 йил 31 январдаги «Ўзбекистон Республикасининг халқаро облигацияларини чиқаришни ташкиллаштириш ва суверен кредит рейтингини сақлаб туриш чоратадбирлари тўғрисида» Қарори (www.lex.uz)

Президенти ва Вазирлар Маҳкамаси томонидан белгиланган мақсадларда фойдаланиш лозим. Ўзбекистон Республикаси Президенти Ўзбекистон Республикасининг суверен еврооблигацияларини муваффақиятли жойлаштиришдан олинган тушумларни самарали жойлаштириш мақсадида 2019 йил 2 апрелда «Ўзбекистон Республикасининг илк суверен халқаро облигацияларини жойлаштиришдан тушган маблағлардан самарали фойдаланиш тўғрисида»ги ПҚ-4258-сон Қарор қабул қилди.

Қарорга мувофиқ, Ўзбекистон Республикасининг еврооблигацияларини жойлаштиришдан тушган маблағлардан самарали фойдаланиш, шу жумладан мамлакат ва халқимиз фаровонлигини янада оширишда стратегик аҳамиятга эга бўлган инвестиция лойиҳаларини молиялаштириш мақсадида Ўзбекистон Республикаси Молия вазирлиги ва Марказий банкининг Ўзбекистон Республикасининг таклифлари тақдим этилди (2-расм).



2-расм. Ўзбекистон Республикаси биринчи еврооблигациялари эмиссиясидан тушган маблағлардан фойдаланиш йўналишлари¹¹

График маълумотларини таҳлил қилиб, Ўзбекистон Республикаси Молия вазирлиги томонидан биринчи суверен еврооблигациялар муваффақиятли жойлаштирилганидан сўнг, еврооблигацияларни сотишдан тушган маблағлар қуйидагича тақсимланди - суверен еврооблигациялардан тушган 999,1 млн доллар маблағнинг 89 фоизни 889,2 млн. доллар миқдорида аукционлар орқали тижорат банклари омонатларига жойлаштирилди, қолган 20 млн. доллари кредит линияси очиш учун "Агробанк" акциядорлик тижорат банкига субординацияланган кредит сифатида юборилди (4-жадвал).

¹¹ Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2019 йил 2 апрелдаги «Ўзбекистон Республикасининг илк суверен халқаро облигацияларини жойлаштиришдан тушган маблағлардан самарали фойдаланиш тўғрисида»ги ПҚ-4258-сон Қарори. (www.lex.uz)

Қолган 89,9 млн. доллар Ўзбекистон Республикаси Молия вазирлиги томонидан Навоий кон-металлургия комбинатига чет эл валютасида бюджет ссудаси сифатида ажратилди.

4-жадвал

Ўзбекистон Республикаси халқаро облигацияларини жойлаштиришдан олинган маблағларни аукционлар воситасида тижорат банклари депозитларида жойлаштириш шартлари¹²

Депозит муддати	Максимал депозит миқдори (\$ АҚШ)	Минимал йиллик % ставкаси	% тўлов муддатлари	Депозитни қайтариш муддати
5 йиллик	459,6	5,25%	Ҳар 6 ой (10 февраль-10 август)	10.02.2024
10 йиллик	429,6	5,875%	Ҳар 6 ой (10 февраль-10 август)	10.02.2029
Жами	889,2	-	-	-

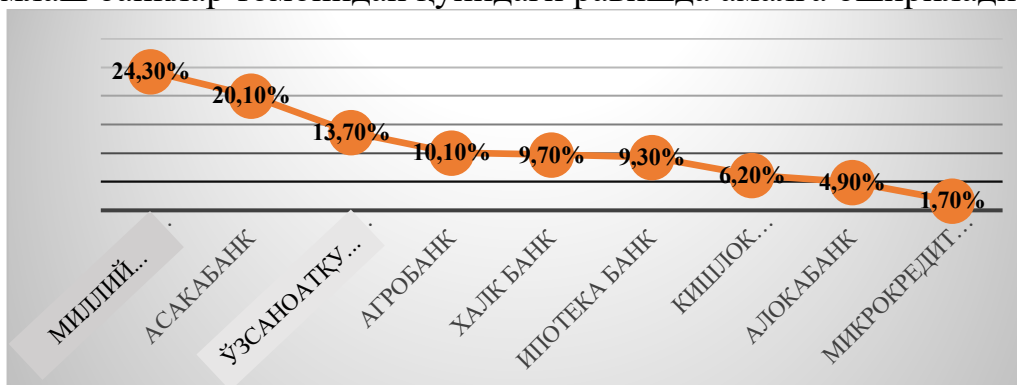
Юқоридаги жадвалда 5 йиллик суверен еврооблигациялар бўйича олинган 459,6 млн АҚШ доллари тижорат банкларига 5 йил муддатга, яъни 2024 йил 10 февралгача жойлаштирилганлиги кўрсатилган. Бу ҳолда, хорижий валютадаги 5 йиллик муддатли депозит энг кам 5,25 фоиз йиллик ставкада жойлаштирилади ва фоизли даромад ҳисобланади. Шунинг ҳам таъкидлаш керакки, 5,25 фоиз ставкаси 4,75 фоиз маржа плюс суверен еврооблигациялар жойлаштирилган 0,5 фоиз асосида ўрнатилади. Бундан ташқари, ушбу депозитлар бўйича фоизлар тижорат банклари томонидан ҳар олти ойда, яъни 2024 йилнинг 10 февралгача, ҳар йил 10 февраль ва 10 август кунларида тўланади.

Ўз навбатида, Ўзбекистон Республикасининг 429,6 млн. АҚШ доллари миқдоридagi 10 йиллик суверен еврооблигациялар 2029 йилнинг 10 февралгача акциадорлик тижорат банклари ўртасида аукцион асосида жойлаштирилди, яъни шу муддат давомида чет эл валютасидаги 10 йиллик омонатга минимал йиллик 5,875 фоиз миқдоридa маблағ тақдим этилади ва фоиз даромади ҳисобланади. Бу, шунингдек, 5,875 фоиз ставкаси 5,325 фоиз маржа плюс 10 йиллик суверен еврооблигациялар жойлаштирилган 0,5 фоиз асосида ўрнатилади.

Бундан ташқари, ушбу депозитлар бўйича фоизлар тижорат банклари томонидан ҳар олти ойда, яъни 2029 йилнинг 10 февралгача, ҳар йил 10 февраль ва 10 август кунларида тўланади. Муддатларни белгилашда еврооблигациялар бўйича мажбуриятлар шартларига алоҳида эътибор

¹²Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2019 йил 2 апрелдаги «Ўзбекистон Республикасининг илк суверен халқаро облигацияларини жойлаштиришдан тушган маблағлардан самарали фойдаланиш тўғрисида»ги ПҚ-4258-сон Қарори. (www.lex.uz)

қаратилади. Амалиётда фоиз ставкалари ва шартлар бўйича маблағларни тақсимлаш банклар томонидан қуйидаги равишда амалга оширилади¹³:



3-расм. Еврооблигациялар эмиссияси йўли билан шакллантирилган банкларнинг депозитлари¹⁴

Юқоридаги расмдан кўриниб турибдики, еврооблигациялардан олинган ва депозитга режалаштирилган тушум аукционда 9 та давлат тижорат банклари ўртасида тақсимланган. Бунда Ўзбекистон Республикаси ташқи иқтисодий фаолият Миллий банки, «Асака» банки 20 фоиз улушга эга бўлиб, «Ўзсаноатқурилишбанк» ва «Агробанк» 10 фоиздан ортиқ маблағни жалб этди. Тижорат банкларининг бошқа давлат иштирокидаги улуши 10 фоиздан кам.

5-жадвал

Ўзбекистон Республикаси Молия вазирлиги «Агробанк» АТБ га суверен еврооблигацияларни жойлаштиришдан тушум ҳисобига субординациялашган кредит сифатида кредит линияси очиш шартлари¹⁵

Кредит линияси			
Кредит миқдори (\$ АҚШ)	Йиллик % ставкаси	% тўлов муддатлари	Кредитни қайтариш муддати
20	5,875 %	Ҳар 6 ой	10.02.2029

Ўзбекистон Республикаси Молия вазирлиги «Агробанк» акциядорлик-тижорат банкига Ўзбекистон Республикасининг халқаро облигацияларини жойлаштиришдан тушган тушумдан 20 млн. доллар маблағни қуйидаги шартлар асосида субординациялашган кредит сифатида жойлаштирди:

Еврооблигациялар эмиссиясидан қайта тақсимланган маблағлар ушбу банк учун кредит линиясини шакллантиришга хизмат қилади. 10 йиллик узоқ муддатли субординация қарзининг тўлов санаси 2029 йил 10 февралга

¹³ Тошматов Ш.А. Ўзбекистон халқаро облигацияларининг жаҳон молиявий бозорларида жойлаштирилиши: риск ва прогнозлар. <http://review.uz/>

¹⁴Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2019 йил 2 апрелдаги «Ўзбекистон Республикасининг илк суверен халқаро облигацияларини жойлаштиришдан тушган маблағлардан самарали фойдаланиш тўғрисида»ги ПҚ-4258-сон Қарори. (www.lex.uz)

¹⁵Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2019 йил 2 апрелдаги «Ўзбекистон Республикасининг илк суверен халқаро облигацияларини жойлаштиришдан тушган маблағлардан самарали фойдаланиш тўғрисида»ги ПҚ-4258-сон Қарори. (www.lex.uz)

белгиланган. Ўз навбатида, ушбу кредит линияси бўйича фоиз ставкаси 5,875 фоиз қилиб белгиланган. Бироқ, тижорат банклари ўртасида аукцион савдосига қўйилган депозитлар бўйича минимал фоиз ставкаси 5,875 фоизни ташкил этади.

Ўзбекистон Республикаси илк еврооблигацияларини, яъни Ўзбекистон Республикаси молия вазирлигининг суверен еврооблигацияларини жойлаштиришдан олинган 89,9 АҚШ доллари, истисно тариқасида, Навоий кон-металлургия комбинатига хорижий валютадаги бюджет ссудаси сифатида ажратилди. Бунда хорижий валютада бюджет ссудаси бериш шартлари қуйидагича:

6-жадвал

Ўзбекистон Республикаси Молия вазирлиги томонидан суверен еврооблигацияларни жойлаштиришдан олинган тушумларни истисно тариқасида НКМКга хорижий валютада бюджет ссудаси тақдим этиш ¹⁶

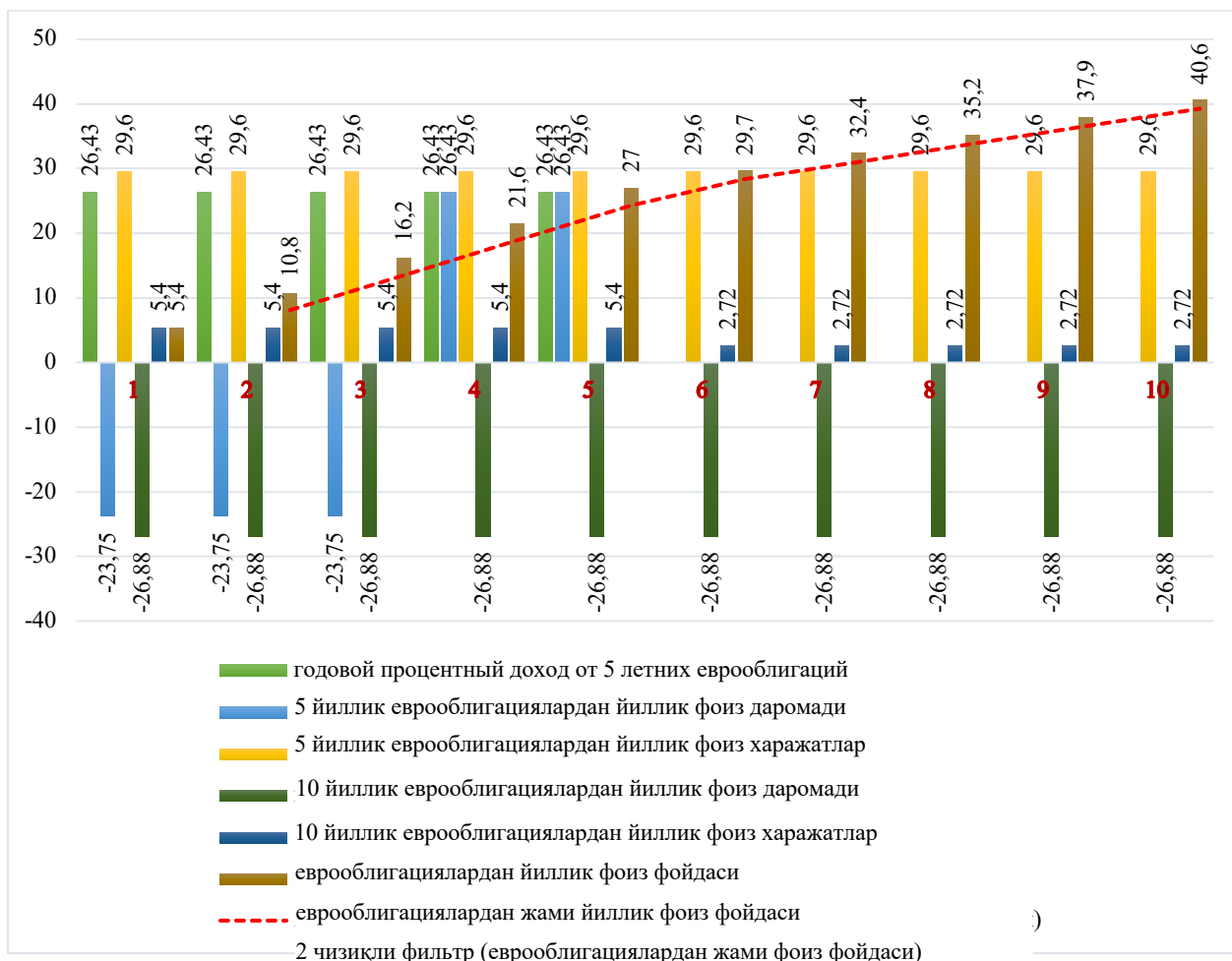
Ссуда миқдори	5 йиллик ссуда				10 йиллик ссуда			
	Миқдори (\$ АҚШ)	Йиллик % ставка	% тўлов муддати	Қайтариш муддати	Миқдори (\$ АҚШ)	Йиллик % ставка	% тўлов муддати	Қайтариш муддати
89,9	39,95	5,75%	Ҳар 6 ой (10.02-10.08)	10.02.2024	49,95	6,375%	Ҳар 6 ой (10.02-10.08)	10.02.2029

Юқоридаги жадвал маълумотларига кўра, Навоий кон-металлургия комбинатига ажратилган маблағнинг 39,95 млн. доллари 5 йиллик суверен еврооблигацияларни жойлаштиришдан келиб тушган. Шу билан бирга бюджет кредити йиллик 5,75 фоиз миқдорида жойлаштирилади ва 2024 йилнинг

10 февралигача, ҳар олти ой 10 февраль ва 10 август кунлари фоиз тўловлари амалга оширилади.

Ўз навбатида, Ўзбекистон Республикаси Молия вазирлиги истисно тариқасида «Навоий тоғ-металлурги комбинати»га Ўзбекистон Республикасининг 10 йиллик халқаро облигацияларни жойлаштиришдан тушум билан асосланадиган хорижий валютадаги 49,95 млн доллар миқдорида бюджет ссудаси ажратган. Ажратилган бюджет кредити бўйича йиллик фоиз ставкаси 6,375 фоиз белгиланган, 10 йиллик халқаро облигациялар бўйича фоиз ставкаси эса 5,375 фоиз маржа плюс бир фоиздан иборат.

¹⁶Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2019 йил 2 апрелдаги «Ўзбекистон Республикасининг илк суверен халқаро облигацияларини жойлаштиришдан тушган маблағлардан самарали фойдаланиш тўғрисида»ги ПҚ-4258-сон Қарори. (www.lex.uz)



4-расм. Суверен еврооблигациялар маблағларини жойлаштириш ҳисобига олинган молиявий натижа¹⁷

Юқоридаги кўрсаткичдан кўриниб турибдики, тижорат банклари ва Навоий кон-металлургия комбинатида 999,1 млн. доллар инвестиция киритилиб, 5 йил давомида 428,1 млн. доллар ва 10 йилда ярмига тенг даромад келтириши кутилмоқда. Ўз навбатида, 5 йиллик ва 10 йиллик еврооблигацияларда инвесторларга 387,55 млн. АКШ доллари миқдорида фоизли мажбуриятларни ҳисобга олсак, атиги 40,6 млн. АКШ доллари. АКШ доллари миқдорида ижобий фарқ бор. Яъни облигацияларни қайта тақсимлашнинг молиявий натижаси 40,6 млн. доллар фойда ҳисобланади.

Таҳлиллар шуни кўрсатадики, суверен еврооблигацияларни жойлаштиришдан тушган тушумларнинг асосий қисми, яъни 909,2 млн. доллар тижорат банкларига 0,5 маржаси билан жойлаштирилган. Бироқ, халқаро амалиётда суверен еврооблигацияларни жойлаштиришдан тушган тушум бутунлай стратегик муҳим лойиҳаларга йўналтирилади. Бироқ, бизнинг амалиётимизда тижорат банкларида жойлаштириш билан чегараланиш мунозаралидир.

Биринчи суверен еврооблигацияларни жойлаштириш учун жамғарилган маблағларни тижорат банкларига ўтказиш стратегик аҳамиятга эга эмас ва фақат фоизларни жойлаштириш ва тўлаш билан боғлиқ харажатларни қоплашга хизмат қилади.

¹⁷ Расм муаллиф томонидан иқтисодий адабиётлар фойдаланиш асосида тайёрланди

Бизнинг фикримизча, суверен ёки корпоратив еврооблигацияларни жойлаштириш бошқа эмитентлар учун мўлжал бўлиб хизмат қилиши учун еврооблигацияларнинг капитал қийматини ошқор қилиши керак.

Диссертациянинг «Ўзбекистон халқаро облигацияларидан фойдаланиш истиқболлари» деб номланган учинчи бобида Ўзбекистоннинг еврооблигациялар бозорига чиқишининг асосий сабаблари аниқланиб, ўзбек еврооблигациялари эмитентларининг асосий таҳлилий кўрсаткичлари кўриб чиқилган, Ўзбекистон Республикасининг халқаро еврооблигациялар бозоридаги иштироки истиқболлари ўрганилган.

Режалаштирилган жойлаштириш ҳажми 1 млрд. доллар бўлган ҳолда харидорлардан талаб 8,5 млрд. доллардан ошди. Бошқа мамлакатлар еврооблигациялари учун талабни кўриб чиқайлик.

7-жадвал

МДХ мамлакатлари давлат еврооблигациялари ҳажми¹⁸

Мамлакат	Еврооблигация микдори (млн \$)	Фарқ	Облигация микдори, (млн \$)	Фарқ	Давлат қарзининг ЯИМга нисбати (2017 й) %	МБ % ставкаси	Кредит рейтинг (М/SP/F)
Озарбайжон	7.91	-0.92	3.48	0.71	48.4	8.5	Ba2/BB+/B B+
Арманистон	1.38	0.28	2.11	0.86	48.49	5.75	B1/-/B+
Белоруссия	2.94	0.59	13.43	-1.34	47.8	9.50	B3/B/B
Грузия	2.93	0.75	1.30	0.19	43	6.50	Ba2/BB-/BB-
Қозоғистон	23.60	-6.80	43.49	2.49	21.9	9	Baa3/BBB-/BBB
Қирғизистон	0.00	0.00	0.66	0.00	56	4.25	B2//
Молдова	0.30	0.3	1.23	0.76	27.1	6.5	B3//
Россия	143.62	-8.74	346.62	49.45	13.8	7.25	Baa3/BBB/BBB
Тожикистон	0.50	0.00	0.28	0.01	47.9	13.25	B3/B/-
Ўзбекистон	1.00	1.00	0.21	0.19	23.5	16	B1/BB-/BB-
Украина	31.17	0.62	33.21	2.89	60.9	17.00	Caа1/B-/B-
Умумий/ўртача	215.35	-12.93	446.01	56.23	47.80	8.50	

Статистик маълумотларни таҳлил қиладиган бўлсак, хорижий институционал ва хусусий инвесторлардан еврооблигацияларни сотиб олишга бўлган талабнинг ортиши Марказий Осиё давлатлари мамлакат иқтисодиётининг янада ёпиқ стратегиясини олиб бориши билан изоҳланади, еврооблигациялар бу иқтисодларда инвесторларга ойна очади ва уларга энг янги молиявий воситаларга инвестиция киритиш имкониятини беради. Табиийки, бундай қимматли қоғозларга инвестиция юқори рискка олиб келади.

¹⁸ <http://cbonds.ru/indexes/>

Халқаро ва ички облигациялар бозорлари¹⁹

Мамлакат	Давлат Облигациялари	Муниципал Облигациялар	Корпоратив Облигациялар	Жами	Давлат Евро облигациялари	Корпоратив Евро облигациялар	Жами евро облигациялар	Жами
CIS								
Озарбайжон	57		47	104	6	4	10	114
Арманистон	31		73	104	2	2	4	108
Белоруссия	99	158	738	995	3	3	6	1001
Грузия	52		17	69	1	12	13	82
Қозғистон	166	54	277	497	6	34	40	537
Қирғизистон	116		13	129				129
Молдова	157			157		1	1	158
Россия	56	126	1565	1747	14	267	281	2028
Тожикистон	20		20	1			1	21
Ўзбекистон	16		9	25	2		2	27
Украина	208	5	403	616	38	31	70	686

Таҳлилий маълумотлардан кўриниб турибдики, Россия, Беларусь, Украина ва Қозғистон халқаро облигациялар чиқаришда етакчи ўринларни эгаллайди. Шунга қарамай, янги бозор сегментлари интеграция жараёнига фаол қўшилмоқда, бу эса халқаро фонд бозорини фарқлаш имконини беради.

Миллий инвесторлар томонидан еврооблигациялар чиқарилиши таҳлили²⁰

Эмитент	Чиқарилиш хажми (млн \$)	Купон ставкаси (%)	Халқаро рейтинг (M/F/SP)	Муомала муддати (йил)	Мақсад	Сўров хажми
Молия вазирлиги	500 500	4.7 5.3	B1/BB-/BB-	5 10	Ижтимоий инфратузилмани ривожлантириш	3,8 млрд
Ўзсаноат қурилиш банк	300	5,75	-/BB-/-	5	-	1,2 млрд
Ипотека банк	300	5,50	-/BB-/-	5	Инвестиция лойиҳаларини молиялаштириш; халқаро капитал бозорларида кредит тарихини яратиш	500 млн
Миллий банк	300	4,85	-/BB-/-	5	Хорижий валютада кредит портфели яратиш	700 млн
УзАвто Моторс	300	4,85	-/B+/-	5	Хорижий инвесторлар ўртасида имкониятларни кенгайтириш	1,4 млрд
Молия вазирлиги	555 195	3.7 14,5	B1/BB-/BB-	10 3	Бюджет тақчиллигини қоплаш	1,6 млрд 180 млн

Таҳлилий маълумотлардан кўриниб турибдики, чиқарилган еврооблигациялар хорижий инвесторлар орасида жуда оммавий бўлиб, бунинг натижасида купон ставкасини бир неча бандга пасайтириш мумкин.

Ҳар бир эмиссияга кўп миқдорда сўров мавжуд бўлиб, бу инвесторлар яқин-яқингача ёпиқ иқтисодиётга эга бўлган мамлакатнинг қимматли қоғозларини сотиб олишдан манфаатдор эканлигини кўрсатади.

¹⁹ <http://cbonds.ru/indexes/>

²⁰ Жадвал муаллиф томонидан иқтисодий адабиётлар фойдаланиш асосида тайёрланди

Барча купон ставкалари дерли бир хил аҳамиятга эга, бу эса миллий эмитентлар ҳозирча купон ставкаси белгилашга эҳтиёткорлик билан муносабатда эканидан далолат беради.

Шуни ҳам ҳисобга олиш керакки, евробондлар давлатнинг ташқи қарзини оширади, шу сабабли унга нисбатан кредит маблағларидан фойдаланиш самарадорлининг барча тамойилларини қўллаш керак.

Ривожланишнинг истиқболли йўналишлари сифатида купон тўловларини тартибга солишнинг самарали манбаи бўлиб хизмат қилиши мумкин бўлган қисқа муддатли евробондлар (ўрта муддатли евронотлар, МТН) бозори имкониятларидан фойдаланишни кўрамыз.

Ушбу амалиёт 2020 йилнинг ноябр ойида Ўзбекистон Республикаси Молия вазирлиги томонидан миллий валютада 2 трлн. сўм миқдорида марказий Осиё тарихида биринчи евробондларни муомалага чиқарди (10 жадвал).

10 жадвал

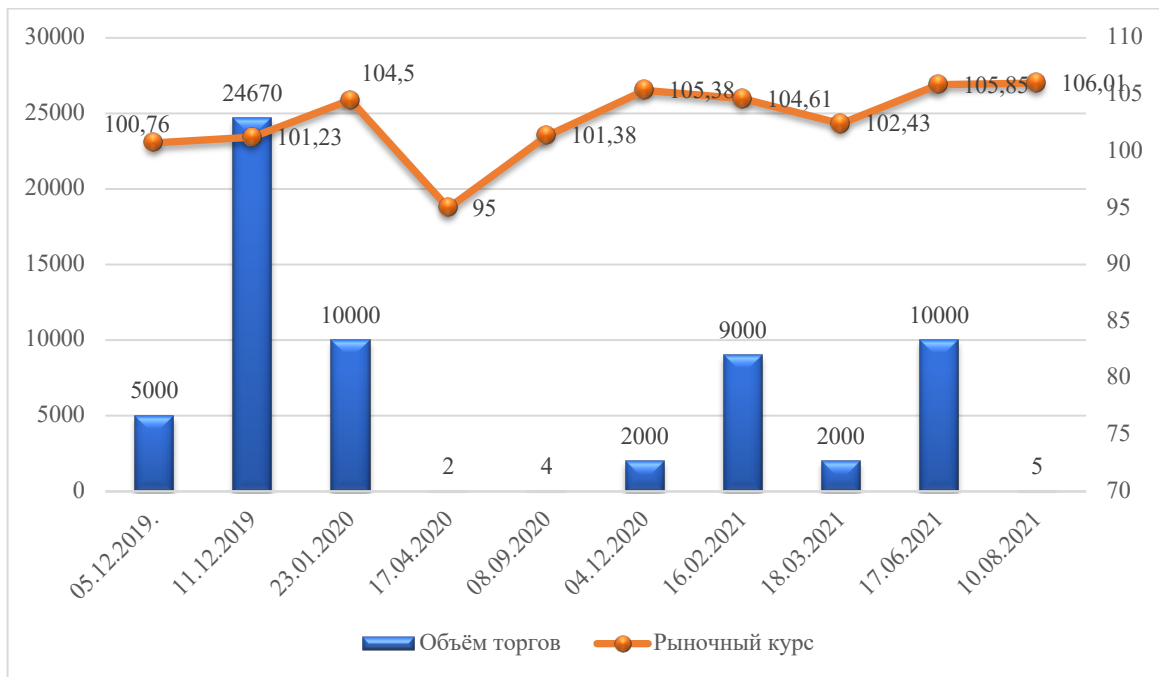
Ўзбекистон Республикасининг суверен еврооблигациялари муомаласи таҳлили

Траншлар сони		Эмиссия ҳажми (млн \$)	Купон тўловлар	Қоплаш муддати (йил)
1 транш	2019	500	4,75	5
2 транш		500	5,375	10
1 транш	2020	555	3,7	10
2 транш		195	14,5	3

10-жадвални таҳлил қилиб қуйидаги хулосаларни чиқаришимиз мумкин: Евробондлар эмиссияси мамлакатимизга халқаро қарз капитали бозорида мунтазам иштирок этиш имкониятини берди. 10 йиллик евробондларнинг иккинчи эмиссияси Ўзбекистонга 1,675 фоиз паст айланди. Бу стратегия инвесторлар билан алоқани доимий равишида ушлаб туриш ва даромадлар эгри чизиғини янгилаш имконини берди.

Молия вазирлиги суверен сифатида 5, 10 йиллар давомида евробондларни қаттиқ валютадаги учта траншда чиқаради, бу эса бугунги кунда 3, 5, 8, 10 йил учун эгри чизиғини қуриш имконини беради. Бу хорижий инвесторлар учун хавф-хатарсиз даромадлиликнинг турли шартлар бўйича мезонлари ҳақида яхши тасаввурга эга бўлиш имконини беради. Яна бир афзалликлардан бири мамлакатимиз валюта рискларини камайтиришга ҳам эришди. Энг эътиборлиси шуки, Ўзбекистон Молия вазирлиги Марказий Осиёда бошқа Молия вазирликлар қилмаган ишни қилади, яъни маҳаллий валютада евробондларни чиқарди.

Кейинги қадам-Ўзбекистон суверен ва хусусий корпорациялари Молия вазирлигидан ўртак олиб, валюта хавф-хатарларига эга бўлмаслиги учун ўз евробондларини сўмда чиқаришидир. Хорижий инвесторлар маҳаллий валютада суверен эталон мавжудлиги туфайли бундай евробондларнинг рентабеллигини аниқлаш анча осон бўлади.



5-расм. Суверен евробондлар эмиссияси таҳлили

Халқаро рейтинг агентликлари мамлакатнинг иқтисодий салоҳиятини В1 ёки ВВ- даражасида баҳолайди. Бу мамлакат заиф деган маънони англатади, лекин у ўз молиявий мажбуриятларини бажариш мумкин. Ўзбекистондаги вазият прогнози барқарор деб баҳоланмоқда. Бундан кейинги ривожланиш мамлакатда амалга оширилаётган ислохотларнинг муваффақиятига боғлиқ.

Кўпинча, инвесторлар компания ёки мамлакатга бўлган умидларини талабга айлантирадilar: Ўзбекистон шароитида бу иқтисодиёт ва молия секторини муваффақиятли ислох қилишга бўлган умиддир.

Шунингдек, евробондларнинг давлат ташқи қарзини оширишини ҳам ҳисобга олиш зарур, шунинг учун кредит маблағларидан самарали фойдаланишнинг барча тамойилларини унга татбиқ этиш лозим.

ХУЛОСА

Мазкур диссертация иши доирасида қуйидаги асосий хулосаларга келинди.

1. Еврооблигациялар бозори ўзининг хилма-хил молиявий воситалари ва турли молиявий субъектларнинг эҳтиёжларини қондирадиган, мослашувчан шароитлари туфайли энг ликвид ва инвестицион жозибадор ҳисобланади. Еврооблигациялар, шунингдек, ўзига хос хусусиятларига кўра халқаро фонд бозорининг энг самарали воситалари ҳисобланади, бу эса купон тўловлари ставкасини, тўлаш муддатларини, купон даромадларини тўлаш валютаси ва усулини, хорижий воситачиларни, еврооблигацияларнинг муомалада бўлиш усулини танлаш, хавфни суғурталаш усуллари аниқлаш имконини беради.

2. Бугунги кунда кўпгина корпоратив тузилмалар молиявий ресурсларни жалб қилиш учун фонд бозори имкониятларидан тўлиқ фойдаланмайдилар. Бу борада республикамиз корпоратив тузилмаларига молиявий манбаларни жалб қилиш бўйича хизматлар кўрсатувчи хорижий консалтинг маслаҳатчилар билан ҳамкорликни йўлга қўйиш зарур. Бундан ташқари, жалб қилинган ресурсларнинг муқобил вариантларидан энг мақбулини танлаш устидан назорат қилиш фонд бозори орқали капитал ҳаракатини оширади.

3. Агар эмитент давлат халқаро фонд бозорига чиқишга қарор қилса, у иқтисодиётга оид баъзи фикрларни тақдим этиши керак. Масалан, инвестиция муҳитининг ҳолатини ҳисобга олиш муҳимдир. Бу давлатнинг тегишли макро ва микроиқтисодий муҳитини назарда тутуди ва мамлакатнинг кредит рейтингда акс этади. Бу дегани, аввало, мамлакат иқтисодиётининг ҳозирги ҳолатини баҳолаш учун халқаро рейтинг агентликларига мурожаат қилиши керак.

4. Бугунги кунда кўплаб ривожланаётган мамлакатлар еврооблигациялар чиқаришга мурожаат қилмоқдалар, чунки бу молиялаштириш манбаи, айтишлик, халқаро кредит бозори билан солиштирганда энг барқарор, шаффоф, мослашувчан ва ликвиддир, бу эса, албатта, ушбу бозорни кўп мамлакатлар учун жозибадор қилади.

5. Бизга маълумки, бугунги кунда қимматли қоғозлар билан очик савдолар ҳажми ниҳоятда минимал бўлиб, бунга давлатнинг маҳаллий корпоратив тузилмалар фаолиятига юқори даражадаги аралашуви бевосита таъсир кўрсатмоқда. Бу республиканинг кўпгина меъёрий-ҳуқуқий ҳужжатларининг бир-бирига мос келмаслиги ҳамда инвесторлар ва эмитентлар учун ягона ҳуқуқий нормаларнинг йўқлиги билан боғлиқ бўлиши мумкин. Бу муаммони ҳал этиш аҳолининг молиявий саводхонлигини оширишга, қимматли қоғозларни муомалага чиқариш тартибини тўлиқ тушунишга, молиявий қарама-қаршилик ва низоларнинг олдини олишга олиб келади.

6. Халқаро капитал бозорига киргандан сўнг, миллий бозорда ликвид қимматли қоғозлар мавжуд эмаслигини ҳисобга олган ҳолда, кейинги босқичга - эмиссиявий молиявий воситаларни диверсификация қилишга ўтиш керак. Бу омил миллий фонд бозорига салбий таъсир кўрсатиб, қимматли қоғозлар бозори орқали молиялаштириш манбаларининг

танқислигини келтириб чиқаради. Шу билан бирга, еврооблигациялар бозори нафақат ташқи капитални жалб қилиш учун жозибадор, балки инвесторларнинг даромадларини ошириш муаммоларини ҳал қилади, капитал даражасини ошириш учун корпоратив тузилмаларнинг бозор қийматини белгилайди ва молия бозорини янада самарали ва ликвид қилади.

7. Еврооблигациялар бозори имкониятларидан фойдаланишнинг ижобий натижалари билан бир қаторда ушбу молиялаштириш манбасининг мамлакат иқтисодиётига салбий таъсири ҳам мавжуд. Бу, биринчи навбатда, ташқи қарзнинг кўпайиши бўлиб, бу мамлакатнинг ташқи ҳокимиятига салбий таъсир қилади. Қолаверса, йирик қарз олувчига айланиб, мамлакатнинг заиф ва хорижий давлатларга қарам бўлиб бораётганига олиб келади. Ўзбекистон Республикаси АҚШ долларида еврооблигациялар чиқариш билан бир вақтда инвестиция лойиҳаларини танлаш доирасини чеклаб қўйди.

8. Жаҳон фонд бозорининг иштирокчисига айлангандан сўнг, евробондлар каби узоқ муддатли ташқи молиялаштириш воситалари билан чекланиб қолмаслик керак. Инвестицион портфелни диверсификация қилиш ва тўланмаслик хавфи учун халқаро капитал бозорининг ўрта муддатли воситалари, масалан, 3-5 йил айланиш муддати бўлган евронотлар орқали хорижий капитални жалб қилиш ҳақида ўйлаш керак. Ўзбекистон Республикаси ҳам 2020 йилда миллий валютада 3 йил муддатга евронотларни муомалага чиқарди.

9. Еврооблигациялар чиқаришдан олинган маблағлар халқаро қимматли қоғозлар бозорида иштирок этишнинг кейинги имкониятларини яратиш учун республиканинг энг истиқболли ва инновацион лойиҳаларига йўналтирилиши лозим. Бу лойиҳалар қаторига мамлакатимизнинг Навоий КМК ёки Олмалиқ КМК каби стратегик аҳамиятга эга корхоналари киради. Бу эса ташқи молиялаштириш манбаларини янада жалб этишда муҳим аҳамият касб этади.

**НАУЧНЫЙ СОВЕТ DSc.27.06.2017. I.17.01
ПО ПРИСУЖДЕНИЮ УЧЕНОЙ СТЕПЕНИ ПРИ
ТАШКЕНТСКОМ ФИНАНСОВОМ ИНСТИТУТЕ**

ТАШКЕНТСКИЙ ФИНАНСОВЫЙ ИНСТИТУТ

РАХМЕДОВА МАДИНАХОН НУСРАТ КИЗИ

**СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ ОПЕРАЦИЙ С ЕВРООБЛИГАЦИЯМИ КАК
ИНСТРУМЕНТА ПРИВЛЕЧЕНИЯ ИНОСТРАННЫХ ИНВЕСТИЦИЙ**

08.00.07 – Финансы, денежное обращение и кредит

**АВТОРЕФЕРАТ
диссертации доктора философии (PhD) по экономическим наукам**

город Ташкент – 2022 год

Тема диссертации доктора философии (Doctor of Philosophy) зарегистрирована в Высшей аттестационной комиссии при Кабинете Министров Республики Узбекистан номером B2020.2.PhD/Iqt1314.

Диссертация выполнена в Ташкентском финансовом институте.

Автореферат диссертации на трех языках (русский, узбекский, английский (резюме)) размещен на веб-сайте Научного совета (www.tfi.uz) и Информационно - образовательном портале «Ziyonet» (www.ziyonet.uz).

Научный руководитель:

Ташмурадова Бувсара Эгамовна
доктор экономических наук, профессор

Официальные оппоненты:

Карлибаева Рая Ходжабаевна
доктор экономических наук, профессор

Хайдаров Низомиддин Хамраевич
доктор экономических наук, профессор

Ведущая организация:

Филиал Российского экономического университета имени Г.В. Плеханова в Ташкенте

Защита диссертации состоится «25» 02 2022 года в 16⁰⁰ часов на заседании Научного совета DSc.03/30.12.2019.I.17.01 при Ташкентском финансовом институте по адресу: 100000, г.Ташкент, ул. Амира Темура, 60А. Тел.: (99871) 234-46-26, e-mail: ilmiykengash@tfi.uz

С диссертацией можно ознакомиться в информационно-ресурсном центре Ташкентского финансового института (зарегистрировано под номером 265. Адрес: 100000, г.Ташкент, ул. Амира Темура, 60А. Тел.: (99871) 234-53-34, факс: (99871) 234-46-26, e-mail: admin@tfi.uz

Автореферат диссертации разослан «12» 02 2022 года.
(протокол реестра № 13 от «12» 02 2022 года).



[Handwritten signature]

Т.З.Тешабаев

Председатель Научного совета по присуждению ученых степеней, доктор экономических наук, профессор

[Handwritten signature] Ф.К.Холмаматов
Ученый секретарь Научного совета по присуждению ученых степеней, доктор философии по экономическим наукам (PhD), доцент

[Handwritten signature] 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. Неотъемлемой чертой мирового хозяйства на современном этапе его развития является ускоренное развитие процессов экономической интеграции как на национальном, так и на международном уровнях. Глобализация единого в мировых масштабах финансово-информационного пространства и финансовых рынков в целом выражается в создании государствами благоприятных условий для инвестирования, перемещения капитала между странами. Данная тенденция, в частности, проявляется во все более активном участии субъектов мирохозяйственной деятельности на мировом финансовом рынке в качестве заемщиков. В основном это происходит посредством ценных бумаг компаний, в частности, еврооблигаций. Сегодня развитие национальной экономики сложно представить без инвестирования в больших объемах, где главная роль уделяется национальному финансовому рынку, а львиная доля инвестиций привлекается посредством финансовых вложений.

На сегодняшний день в международной практике еврооблигации представлены как наиболее надежный финансовый инструмент для участников мирового фондового рынка, характеризующийся высокой ликвидностью, что дает инвесторам доступ к большему количеству потенциальных эмитентов широкого круга. Заемщик целенаправленно использует полученные средства, имея в своем портфеле инвестиций еврооблигации различного периода обращения. Кроме этого, еврооблигации позволяют инвесторам выбирать наиболее оптимальные инвестиционные инструменты с точки зрения риска и доходности и применять различные схемы налоговой оптимизации. Однако, до сих пор не решены вопросы эффективного привлечения иностранных инвестиций посредством выпуска еврооблигаций, совершенствования механизмов эмиссии еврооблигаций, эффективного и целенаправленного использования привлечённых инвестиций, полученных от еврооблигаций и их размещение в перспективных секторах экономики, повышения инвестиционной привлекательности экономики страны, а также проведения прогрессирующей инвестиционной политики.

В Республики Узбекистан процесс интеграции в международный финансовый рынок, посредством дебютного выпуска еврооблигаций, сталкивается с такими проблемами, как неопределенность финансируемого проекта, относительно высокие купонные ставки, неполная открытость выпуска для аутсайдеров, отсутствие публикаций отчетов эмиссии и другие. Кроме этого, существуют ряд проблем, связанных с неэффективностью используемых механизмов привлечения иностранных инвестиций, выбором современных форм финансовых инструментов, а также неравномерным перераспределением средств от выпуска этих финансовых инструментов. Одновременно были определены такие основные задачи, как «...улучшение инвестиционного климата, активное привлечение иностранных инвестиций, в первую очередь, привлечение прямых иностранных инвестиций в отрасли и

регионы экономики страны; дальнейшее развитие международного экономического сотрудничества, включая расширение договоренностей с ведущими международными и зарубежными финансовыми институтами, продолжение продуманной политики внешних заимствований, эффективное использование иностранных инвестиций и кредитов».¹ Эффективная реализация этих задач требует разработки предложений и рекомендаций по совершенствованию механизма привлечения иностранных инвестиций посредством выпуска еврооблигаций.

Данное диссертационное исследование в определенной степени соответствует задачам, обозначенных в Указах Президента Республики Узбекистан №УП-4947 «О Стратегии действий по дальнейшему развитию Республики Узбекистан» от 7 февраля 2017 года, №уп-5635 «О государственной программе по реализации стратегий действий по пяти приоритетным направлениям развития Республики Узбекистан в 2017-2021 годах в «Год активных инвестиций и социального развития»» от 17 января 2019 года, №УП-5495 «О мерах по кардинальному улучшению инвестиционного климата Республики Узбекистан» от 1 августа 2018 года, Постановление Президента Республики Узбекистан «О мерах по дальнейшему совершенствованию механизмов привлечения прямых иностранных инвестиций в экономику Республики» от 29 апреля 2019 года № ПП-4300, Постановление Президента Республики Узбекистан «Об эффективном использовании средств полученных от размещения первых суверенных международных облигаций Республики Узбекистан» от 02 апреля 2019 года № ПП- 4258, а также в других нормативно-правовых актах, направленных на широкое привлечение иностранных инвестиций, в частности выпуска международных облигаций и повышение эффективности операций, связанных с еврооблигациями.

Соответствие исследований приоритетным направлениям развития науки и технологий республики. Диссертационная исследовательская работа была выполнена в соответствии с приоритетными направлениями развития науки и технологий республики I. «Духовно-нравственное и культурное развитие демократического и правового общества, формирование инновационной экономики».

Степень изученности темы. До текущего времени вопросы эмиссии и размещения международных облигаций в качестве инструмента привлечения иностранных инвестиций изучилась не глубоко в узбекской литературе, хотя в зарубежной литературе они получили более значительное изучение.

Основополагающие моменты теории инвестирования исследуются в трудах многих известных зарубежных ученых, таких как Дж.Кейнс, А.Маршалл, П.Самуэльсон, А.Смит, Ф.Фабоци, С.Фишер, У.Шарп, Дж.Данинг², из российских ученых процессы привлечения иностранных

¹ Указ Президента Республики Узбекистан № УП-4947 от 07.02.2017 «О стратегии действий по дальнейшему развитию Республики Узбекистан»

² Дж.Кейнс «Общая теория занятости, процента и денег»- М.,1978.- 128 с.; А.Маршал, «Инвестиции» Пер с англ.- М.: ИНФРА-М,2001; П.Самуэльсон «Multiplier-accelerator model, Review of Economic Statistics. 21(2):

инвестиций посредством ценных бумаг рассматриваются в трудах И.А.Бланка, В.В.Бочарова, Т.Г.Касьяненко, Г.А.Маховикой, В.В.Ковалева, А.А.Суэтин, Л.Н.Красивина, К.В.Рудый, В.М.Коркин, Н.И.Быкова, А.С.Булатова, В.М.Родионова, А.Г.Грязнова, Б.А.Райзберг, А.Е.Дворецкая, Ю.С.Евлахова³ и др.

Из отечественных ученых некоторые аспекты функционирования еврооблигаций были рассмотрены в работах М.Б. Хамидулина, Н.Р.Турсуновой, И.Л.Бутикова, Х.Х.Худойкулова, Х.С.Тиллаева, А.Т.Аликулова и У.И.Алиевой. Кроме этого, в своих научных статьях были изучены привлекательные стороны еврооблигаций как инструмента международного финансового рынка С.Э.Элмирзаевым, О.Н.Хамдамовым и Н.Ш. Шавкатовым⁴.

Связь диссертационного исследования с планом научно-исследовательских работ высшего учебного заведения, в котором выполнена диссертация. Диссертационная работа была разработана в рамках стратегического направления исследований Ташкентского финансового института на тему: «Научные основы координации финансовой, банковской и бухгалтерской систем в условиях модернизации экономики».

Целью исследования является разработка предложений и практических рекомендаций, направленных на совершенствование операций с еврооблигациями как инструмента привлечения иностранных инвестиций.

Задачи исследования:

исследовать отличительные черты функционирования и тенденции развития международного рынка еврооблигаций на современном этапе его развития;

изучить механизм размещения еврооблигаций на международном финансовом рынке;

75-78;Адам Смит «Исследование о природе и причинах богатства народов»; Ф.Фабоцци, Дж Френк «Управление инвестициями» Изд-во: М.: Инфра-М,2000.; С. Фишер, Р. Дорбнуш, Р. Шмалензи «Экономика», ДЕЛЮ лтд, 2000 г.; У.Шарп,.; А. Маршалл «Principals of Economics», Macmillan and Co.,.

³И.А.Бланк «Инвестиционный менеджмент», Учебное пособие.-Киев: Ника- Центр: Эльга-Н,2001.-448 с.; В.В.Бочаров «Инвестиции», Учебник для вузов. 2-ое издание. СПб.: Питер 2009-384 с.; Т. Г. Касьяненко, Г. А. Маховикова «Инвестиции»: Учебное пособие. – М.: Эксмо, 2009.; В.В. Ковалев, В.В.Иванов, В.А.Лялин «Инвестиции» Учебник.-М.: ООО «ТК Велби»,2003.-440 с.; Суэтин А. А. Международный финансовый рынок. — М.: Кнорус, 2004. — С. 28; Красавина Л. Н. Финансовый рынок как фактор инновационного развития экономики: системный подход // Банковское дело. — 2008. — No 8; Рудый К. В. Финансы внешнеэкономической деятельности. — Минск: Высшая школа, 2004. — С. 208.; Коркин В. М. Ссудный рынок России. — М.: Экзамен, 2001. — С. 21.; Быкова Н. И. Формирование финансового рынка в РФ и роль банков в его развитии: дис. ... д. э. н.: 08.00.10. — СПб., 1999. — С. 10.; Экономика / Под ред. А. С. Булатова. — М.: БЕК, 1994. — С. 364.; Финансы / Под ред. В. М. Родионовой. — М.: Финансы и статистика, 1995. — С. 396.; Финансово-кредитный энциклопедический словарь / Под общей ред. д. э. н., проф. А. Г. Грязновой. — М.: Финансы и статистика, 2002. — С. 866.; Райзберг Б. А., Лозовский Л. Ш., Стародубцева Е. Б. Современный экономический словарь. — М.: ИНФРА-М, 1996. — С. 361.; Дворецкая А. Е. Рынок капитала в системе финансирования экономического развития. — М.: Анкил, 2007. — С. 8, 14. ; См. например: Современный рынок капиталов / Под ред. Г. П. Солюса. — М.: Финансы, 2007. — С. 9; Евлахова Ю. С. Трансформация институциональной структуры регулирования финансового рынка России: дис. ... к. э. н. — Ростов-на-Дону, 2007.

⁴Н.Шавкатов, М.Рахмедрва, Б.Бозоров «Давлат хусусий шериклик амалиётига хусусий секторни инфратузилма облигациялари оркали жалб килиш масалалари», Халкаро молия ва хисоб, 2021.

выявить особенности финансирования экономик стран и раскрыть их основные целевые установки при использовании еврооблигаций как инструмента привлечения иностранных инвестиций;

проанализировать предпочтительность выпуска еврооблигаций по сравнению с другими финансовыми инструментами;

проанализировать современное состояние отечественного рынка еврооблигаций для выявления особенностей его развития и определение возможностей применения зарубежного опыта в отечественной практике;

определение и анализ деятельности национальных эмитентов еврооблигаций;

изучить перспективы дальнейшего участия Республики Узбекистан на международном рынке еврооблигаций.

Объектом исследования является процесс размещения суверенных и корпоративных еврооблигаций на международном и национальном рынках еврооблигаций.

Предметом исследования являются экономические отношения, связанные с выпуском и размещением еврооблигаций как инструмента привлечения иностранных инвестиций.

Методы исследования. В процессе подготовки диссертации использованы такие общенаучные методы, как научное абстрагирование, индукция и дедукция, анализ и синтез, аналогия и обобщение, а также частнонаучные методы такие, как сравнительные сопоставления, статистический анализ, экономико-математический анализ.

Научная новизна исследования заключается в следующем:

основано снижение купонной доходности международных облигаций на 4,75 процентов за счет стимулирования эмитентов еврооблигаций на рынке капитала путем предоставления льгот и преференций, повышая привлекательность механизмов для инвесторов;

предложено повысить активность национальных институциональных инвесторов на рынке еврооблигаций за счет выпуска еврооблигаций коммерческих банков, страховых компаний и инвестиционных компаний в процессе инвестирования в еврооблигации других эмитентов;

предложение направить средства для финансирования инвестиционных и стратегически важных проектов страны, в частности проектов, связанных с добычей золота и проектов, улучшающих социальную инфраструктуру за счет средств, полученных от эмиссии международных облигаций в качестве бюджетных ссуд;

предложено использование эмитентами дифференцированных инструментов рынка ценных бумаг, таких как среднесрочные еврооблигации, которые являются эффективным источником регулирования купонных выплат эмитента.

Практические результаты исследования заключается в следующем:

основаны на методах повышения точности и эффективности проектов, повышения инвестиционной привлекательности еврооблигаций при

обеспечении открытости информации и прозрачности подробных отчетов о выпуске

разработаны рекомендации по совершенствованию механизма размещения еврооблигаций для привлечения иностранных инвестиций.

в качестве перспективных направлений развития фондового рынка, было принято решение по использованию возможностей рынка среднесрочных (medium-term euronotes, MTN) евробумаг.

усовершенствовано предложение по направлению средств для финансирования инвестиционных и стратегически важных проектов страны, в частности проектов, связанных с добычей золота и проектов, улучшающих социальную инфраструктуру за счет средств, полученных от эмиссии международных облигаций.

Достоверность результатов исследования. Достоверность научных результатов, подтверждается результатами сопоставительного и критического анализа научно-теоретических взглядов известных ученых экономистов в сфере инвестиционной деятельности, изучения и обобщения передового зарубежного опыта, с помощью индексов мировых фондовых бирж, анализа статистических данных и отчетов Министерства финансов, Центрального банка Республики Узбекистан, АКБ «Узпромстройбанк», АКИБ «Ипотека-банк», Национального банка внешнеэкономической деятельности Республики Узбекистан.

Научно-практическое значение результатов исследования. Научная значимость результатов исследования определяется тем, что теоретические выводы, предложения и рекомендации, разработанные в диссертации, могут быть использованы в качестве фундаментальной основы для реализации исследований, направленных на повышение привлекательности инвестиционного климата страны и совершенствования операций с еврооблигациями как инструмента привлечения иностранных инвестиций.

Практическая значимость диссертационной работы заключается в том, что полученные выводы и результаты могут быть использованы законодательными и исполнительными органами при совершенствовании инвестиционной политики по привлечению иностранных инвестиций. Результаты исследования могут быть использованы для совершенствования учебных программ по предметам «Инвестиции», «Корпоративные финансы», «Финансовый рынок» изучаемые по направлениям бакалавриата.

Внедрение результатов исследования. На основании разработанных предложений по совершенствованию операций с еврооблигациями как инструмента привлечения иностранных инвестиций:

Купонные ставки еврооблигаций удалось снизить до 4,75 процентов за счет повышения точности и высокой эффективности проектов, обеспечения информационной открытости и прозрачности подробных отчетов о выпусках, а также поощрения эмитентов на рынке капитала путем предоставления льгот и преференций за счет введения привлекательных механизмы для инвесторов (Справка Министерства финансов Республики Узбекистан №06/04-01-32/974 от 26 апреля 2021 года).

Это, в свою очередь, привело к видимому снижению процентных ставок по суверенным и корпоративным еврооблигациям на международных финансовых рынках;

предложение по размещению диверсифицированных инструментов рынка ценных бумаг, в частности размещение среднесрочных еврооблигаций на международном финансовом рынке отражено в Постановлении Президента Республики Узбекистан от 29 апреля 2019 года № ПП-4300 (Справка Министерства финансов Республики Узбекистан №06/04-01-32/974 от 26 апреля 2021 года).

Реализуя данное предложение, в 2020 году Министерство финансов Республики Узбекистан впервые успешно разместило на Лондонской фондовой бирже еврооблигации номинальной стоимостью 2 трлн. сумов в национальной валюте с доходностью 14,5 процентов на срок 3 года.

предложение по повышению доступности рынка капитала для всех категорий инвесторов на основе активной интеграции с международными финансовыми рынками, в частности повышение значимости национальных банков, страховых и инвестиционных компаний и других финансовых субъектов, как институциональных инвесторов на международном финансовом рынке, в частности, на рынке евробумаг, согласно данным научным предложениям, было принято Постановление Президента Республики Узбекистан под № ПП-4127 от 24 января 2019 года (Справка Министерства финансов Республики Узбекистан №06/04-01-32/974 от 26 апреля 2021 года).

В результате этого предложения ряд национальных банков стали профессиональными участками мирового фондового рынка посредством выпуска корпоративных еврооблигаций.

предложение по направлению средств для финансирования инвестиционных и стратегически важных проектов страны, в частности проектов, связанных с добычей золота и проектов, улучшающих социальную инфраструктуру за счет средств, полученных от эмиссии международных облигаций, согласно данным научным предложениям, было принято Постановление Президента Республики Узбекистан под № ПП-4258 от 02 апреля 2019 года (Справка Министерства финансов Республики Узбекистан №06/04-01-32/974 от 26 апреля 2021 года).

В результате данного предложения удалось направить средства, полученные от выпуска еврооблигаций на повышение технико-технологической и инновационной мощности Навоийской ГМК.

Апробация результатов исследования. Результаты данного исследования были обсуждены на 3 международных и 7 республиканских научно-практических конференциях, по итогам которых были получены положительные заключения.

Опубликованность результатов исследования. По теме диссертации издано всего 25 научных работ, в том числе 6 научных статей, рекомендованных Высшей аттестационной комиссией Республики

Узбекистан (из этого 2 статьи в авторитетных зарубежных изданиях), а также 19 статей и тезисов в других научных изданиях, международных и Республиканских научно-практических конференциях.

Структура и объем диссертации. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения и списка использованной литературы. Объем диссертации составил 113 страниц.

ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ ДИССЕРТАЦИИ

Во введении обоснована актуальность и востребованность темы научного исследования, определены цели и задачи, объект и предмет исследования, показаны соответствующие исследования приоритетным направлениям развития науки и технологий Республики Узбекистан, изложены научная новизна и практические результаты работы, достоверность полученных результатов, раскрыты теоретическая и практическая значимость результатов исследования, приведены сведения о внедрении результатов исследования в практику, список опубликованных работ и структура диссертации.

В первой главе диссертации **«Теоретические основы еврооблигаций как инструмента привлечения иностранных инвестиций»** раскрыта сущность мирового фондового рынка, обозначены основные инструменты мирового фондового рынка, даны определения еврооблигациям, изложена роль еврооблигаций в системе мирового фондового рынка, эволюция рынка еврооблигаций, причины возникновения данного рынка, а также особенности рынка еврооблигаций.

Финансовый рынок является основной частью финансовой системы страны и ему принадлежит значительная роль в современной экономике в процессе ее интеграции в международный финансовый рынок. В настоящий момент в нашей стране продолжают рыночные реформы, направленные на достижение устойчивого экономического роста, укрепления национальной валюты, увеличение объемов экспорта и т.д., где финансовому рынку уделяется большое внимание.

Что касается структуры финансового рынка, то каждый исследователь представляет ее по-своему. Вместе с тем концептуальное ее понимание очень важно, т. к. оно служит фактором, оказывающим важнейшее влияние на организацию регулирования рынка. Мнения ученых и экономистов о его элементах представлены в таблице 1.

Таблица 1.

Различные взгляды ученых-экономистов на финансовый рынок⁵

Источник	Определение	Сущностный элемент различия
Статья закона Республики Узбекистан «О конкуренции» от ЗРУ-319 от 06.01.2012 года	Финансовый рынок - сфера обращения финансовой услуги, оказываемой банками и другими кредитными, страховыми и иными финансовыми организациями, а также услуг профессиональных участников рынка ценных бумаг на территории Республики Узбекистан или ее части, которая может не совпадать с административно-территориальным делением Республики Узбекистан и в границах которой имеется возможность ее оказания	Критерий классификации — вид финансовой услуги. Перечень рынков, входящих в финансовый рынок, не является закрытым
Гитман Л., М.Джонк Основы инвестирования. М.: Дело, 2007.	Финансовый рынок – механизм, который для заключения сделок сводит вместе тех, кто предлагает деньги, с теми, кто их ищет	Критерий классификации-механизм, при помощи которого происходит аккумуляция финансовых накоплений государства, юридических и физических лиц и их использование для эффективного инвестирования
Ф.Дж. Фабозци «Управление инвестициями» Prentice Hall, Inc., 1995; ИНФРА-М, 2000	Финансовый рынок обеспечивает механизмы для создания и обмена финансовыми активами	Критерий классификации-назначение финансового рынка состоит в создании механизма для совершения сделок с финансовыми инструментами
Сакс Ж., Лоурен Ф. 2006. Macroeconomics. Global approach. Published in Russian. Delo, Moscow, pp: 675.	Финансовый рынок – сфера обращения финансовых средств или система торговли финансовыми активами и инструментами	Критерий классификации – валютный рынок, рынок золота, рынок капиталов, рынок наличных средств
Михайлов Д.М. Мировой финансовый рынок: тенденции и инструменты. — М.: Экзамен, 2000	По сроку реализации имущественных прав финансовый рынок делится на денежный рынок и рынок капиталов. По критерию возможности свободной купли-продажи — на рынок ценных бумаг (финансовые обязательства имеют возможность быть свободно куплены и проданы на рынке) и кредитный рынок (без возможности свободной купли-продажи финансовых обязательств)	Два критерия классификации: срок реализации имущественных прав и возможность свободной купли-продажи финансовых обязательств на рынке
Львов Ю. И. Банки и финансовый рынок. — СПб.: КультИнформ Пресс, 2005	Финансовый рынок включает три взаимосвязанных сегмента — рынки: ценных бумаг, кредитов, валютный	Критерий классификации — вид финансового инструмента, к которым автор относит ценные бумаги, кредиты, валюту

Обобщая вышеизложенные термины и взгляды, мы считаем, что, финансовый рынок – это глобальная всемирная система по обеспечению

⁵ Таблица подготовлена диссертантом с использованием экономической литературы.

различных финансовых институтов финансовыми средствами. Финансовый рынок в целом, с точки зрения экономики, это процесс распределения финансовых активов, а затем уже мобилизации денежных средств. Следовательно, финансовый рынок это и площадка купли-продажи финансовых ресурсов, и объединение институтов, которые обеспечивают их обращение, т.е. совокупность социально-экономических отношений в сфере трансформации так называемых свободных денежных средств в ссудный капитал через кредитно-финансовые институты на основе основных законов рынка.

Для предотвращения имеющихся проблем в данной сфере и для дальнейшего развития национального финансового рынка принимаются меры как на законодательном уровне, так и по внедрению их на практику. Здесь необходимо отметить глубокие реформы, проводимые в области получения международного рейтинга страны и индекса для повышения инвестиционной привлекательности нашей страны, в частности в своём постановлении ПП-4210 от 25 февраля 2019 года Президент Республики Узбекистан Ш.М.Мирзиёев отмечает, что – «...в рамках реализации Стратегии действий по пяти приоритетным направлениям развития Республики Узбекистан в 2017-2021 годах осуществлена целенаправленная работа по формированию позитивного имиджа страны на международной арене, обеспечению объективной и правильной оценки позиции Республики Узбекистан в международных рейтингах...»⁶.

В рамках мирового рынка ценных бумаг возник важный, но пока недостаточно изученный экономический феномен, который можно охарактеризовать как появление интернационального, наднационального капитала, подчиняющегося своим законам и приоритетам, обладающего собственной структурой и особенностями. Существенным побудительным толчком к его появлению и развитию стало возникновение рынка евровалют и еврорынка капиталов. Появление этих рынков позволило создать ситуацию свободного соотношения спроса и предложения на финансовые ресурсы в мировом масштабе.

Еврооблигации — это ценные бумаги, которые эмитируются крупными транснациональными компаниями или государствами в иностранной валюте. Такие облигации могут обращаться как на зарубежных биржах, так и на рынках страны эмитента.

Анализируя статистические данные, еврооблигации считаются наиболее прибыльным инструментом инвестирования еще благодаря допустимой двойной деноминации — то есть, когда происходит выплата купонов в валюте, которая отличается и от страны эмитента, и от валюты самой облигации. Например, в случае, когда узбекский инвестор покупает

⁶Постановление Президента Республики Узбекистан ПП-4210 от 25.02.2019 года «О мерах по повышению позиций Республики Узбекистан в международных рейтингах и индексах»

долларовую еврооблигацию, а купон хочет получать в евро или фунтах это становится более чем возможно.

Кроме этого, другими важными сегментами рынка евробумаг, приносящими колоссальную выгоду для эмитента являются рынок краткосрочных евробумаг и рынок евроакций. Для управления купонными выплатами в среднесрочной перспективе, а также решая проблему относительно дешевого финансирования необходимо тщательно изучить рынок краткосрочных евробумаг, к которому относятся евроноты, евроекссели, еврокредитные сертификаты.

Во второй главе диссертации «**Анализ разновидностей еврооблигаций и его структурные особенности обращения**» рассматривается механизм выпуска и размещения еврооблигаций на мировом фондовом рынке, анализируются цели выхода на международный рынок еврооблигаций и направления использования средств, поступивших от эмиссии, а также делаются выводы о предпочтительности эмиссии еврооблигаций по сравнению с другими финансовыми инструментами.

На современном этапе развития международного рынка еврооблигаций основными методами эмиссии евробондов являются:

открытая подписка (public issue, offer for subscription) – осуществляется через менеджеров займа (синдикат андеррайтеров) среди неограниченного круга инвесторов в различных странах мира. Такие выпуски почти всегда имеют листинг на бирже, а сертификаты еврооблигаций изготавливаются в соответствии с правилами соответствующей биржи;

частное размещение (private placement) – еврооблигации размещаются небольшим числом банков и приобретаются небольшим числом инвесторов, преимущественно институциональных. Такие выпуски обычно не имеют листинга на бирже.

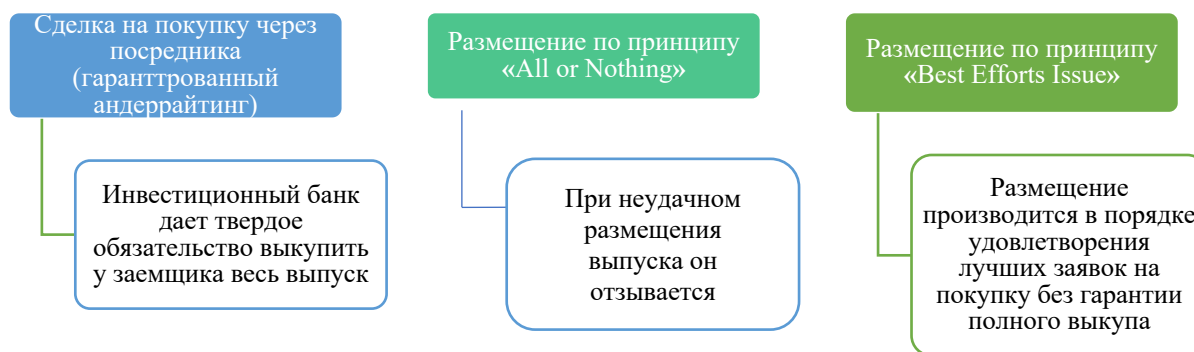


Рисунок 1. Виды размещения еврооблигаций⁷

Следующим этапом размещения еврооблигаций является получение рейтинга кредитоспособности, причем лучше обратиться сразу в несколько мировых рейтинговых агентств. Без рейтинга ведущих агентств практически невозможно разместить заем, потому что присвоение определенного рейтинга свидетельствует о текущем экономическом и политическом состоя-

⁷Рисунок подготовлен диссертантом с использованием экономической литературы

нии эмитента и фактически подтверждает возможности эмитента по погашению займа.

По данным 2-таблицы видно, что чем выше рейтинг, тем привлекательнее инвестиционный потенциал данной страны, что объясняется большим объемом заявок. Соответственно, чем привлекательнее ценная бумага, тем ниже ее купонная доходность. И наоборот, чем ниже кредитный рейтинг страны, тем выше риски, тем более высокой должна быть плата за риск. Такое разделение используется, в том числе в регуляторных целях.

Таблица 2

Аналитическая таблица рейтингов эмитентов различных стран⁸

Вид рейтинга		Страна-обладатель
Инвестиционная категория		
AAA	Исключительно сильная платежеспособность эмитента. Минимальный риск дефолта. Платежеспособность эмитента не может пострадать из-за предсказуемых событий.	Австралия, Дания, Германия, Люксембург, Нидерланды, Швеция
AA	AA+ AA AA-	Очень высокая платежеспособность, которая не является существенно уязвимой для предсказуемых событий.
A	A+ A A-	Сильная платежеспособность. Может быть уязвима к неблагоприятным деловым или экономическим условиям.
BB	BBB + BBB BBB -	Хорошая платежеспособность, однако неблагоприятные деловые или экономические условия с высокой вероятностью смогут ухудшить ее.
Спекулятивная категория		
BB	BB+ BB BB-	Повышенная уязвимость к риску в случае неблагоприятных изменений в бизнесе или среде. При этом есть гибкость, которая дает возможность сохранить платежеспособность.
B	B+ B B-	Существенный риск дефолта. Есть ограниченный запас прочности, но уязвимость высокая.
CC	CCC + CCC CCC -	Реалистичный дефолт.
CC	Высокая вероятность дефолта того или иного рода.	
C	Начался дефолт. Эмитент находится в сложной ситуации. Отсутствие внешнего финансирования.	Суринам
Дефолтная категория		
RD	По отдельным обязательствам случился дефолт, но эмитент еще не вступил в процедуру ликвидации.	Ливан, Венесуэла
D	Начался процесс ликвидации (банкротства).	

⁸ Таблица составлена диссертантом с использованием экономической литературы

Как итог, присвоение Узбекистану кредитного рейтинга ниже «инвестиционного качества» и успешное проведение двух первых траншей еврооблигаций открыло дорогу отечественным компаниям и отечественным инвесторам для привлечения капитала с международных финансовых рынков.

Уровень доходности американских государственных облигаций определяет динамику ставок на рынке долговых обязательств развивающихся стран (см. таблицу 3).

Таблица 3

Сравнительный анализ первого выпуска еврооблигаций странами СНГ⁹

	Объем гос еврооблигаций, (млрд.дол л.)	Первое размещение	Текущая доходность, (%)	Кредитный рейтинг страны на дату размещения еврооблигаций	Размещение первого выпуска среди инвесторов	Превышение объема заявок над выпуском, раз.
Россия	54,052	Октябрь 1996	3,11- 4,95	S&P– “BB- “ Moody’s – “Ba2” Fitch – “BB+”	США-41%, Южная Корея- 39%, Европа- 20%	2,1
Казахстан	6,5	Декабрь 1996	3,85-5,175	S&P – “BB “ Moody’s – “Ba3”	Великобритания- 63%, США-21%, Европа-16%	4,4
Грузия	0,5	Апрель 2008	6,88	S&P– “B+ “ Fitch – “B+”	Великобритания- 56%, США-13%, Европа-31%	3,4
Беларусь	8,78	Июль 2010	4,5-8,0	Moody’s – “B1”	США-67%, Великобритания- 24%, Европа-9%	1,8
Армения	1,2	Сентябрь 2013	6,0-7,15	Moody’s – “Ba2”	США-42%, Великобритания- 23%, Европа- 17%, РФ и Азия – 18%	4,3
Азербайджан	3,5	Март 2014	3,5-4,74	S&P – “BBB/A- 3“	США-47%, Великобритания- 25%, Германия – 18%, Сингапур и Израиль – 10%	4
Таджикистан	0,5	Сентябрь 2017	7,125	S&P – “B3“	США-38%, Великобритания- 24%, Европа- 35%, Азия – 3%	9
Узбекистан	1,0	Февраль 2019	4,75-5,375	S&P– “BB- “ Moody’s – “B1” Fitch – “BB+”	Великобритания – 39%, США- 23%, Европа- 32%, Азия – 6%	8,5

Постановлением президента от 2 апреля 2019 года № ПП-4258 «Об эффективном использовании средств, поступающих от размещения первых суверенных международных облигаций Республики Узбекистан» средства с условием получения соответствующих процентов будут

⁹<http://cbonds.ru/indexes/>

направлены на следующее: «889,2 млн долларов США будут размещены посредством аукциона на депозитные счета коммерческих банков; 20 млн долларов США будут выданы в качестве долга АКБ «Агробанк»; 89,9 млн долларов США будут выданы в качестве ссуды государственного предприятия «Навоийский горно-металлургический комбинат».

В качестве следующей научной новизны нами было разработано предложение большего финансирования золотодобывающей отрасли нашей республики. Россия, например, за последние десятилетия на порядок увеличила годовую добычу золота с 19 до 190 тонн. В Узбекистане имеется 63 месторождения золота, из которых лишь девять находятся в промышленной разработке. Суммарные разведанные запасы золота составляют более 2 500 тонн, а вероятные запасы (по категориям C1 и C2) – 5 990 тонн. Кроме того, следует учитывать, что извлечение золота также связано с попутной добычей других полезных ископаемых: платины, серебра, редкоземельных элементов, поделочных и драгоценных камней.

Первый выпуск еврооблигаций не имел физического обеспечения. Они не были застрахованы от рисков с помощью какого-либо залога. Основные гарантии — это имя Узбекистана, бюджетная и финансовая политика государства, политическая стабильность. Именно эти факторы и повлияли на присвоение Республике Узбекистан рейтинга ВВ-, в соответствии с которым она способна обслуживать свои внешние обязательства в среднесрочной перспективе.

К числу факторов, способствующих благоприятному вниманию западных инвесторов, к узбекским евробондам можно отнести удовлетворение своеобразного «голода» на «экзотические» ценные бумаги и некоторые другие обстоятельства.

31 января 2019 года, было принято Постановление Президента Республики Узбекистан «О мерах по организации выпуска международных облигаций Республики Узбекистан и поддержанию суверенного кредитного рейтинга». В целях обеспечения реализации решения были выпущены 5- и 10-летние суверенные еврооблигации Республики Узбекистан общим объемом 1 миллиард долларов США, котирующиеся на Лондонской фондовой бирже¹⁰.

Как известно, средства от размещения еврооблигаций Республики Узбекистан должны были быть направлены на цели, поставленные Президентом Республики Узбекистан и Кабинетом Министров. 2 апреля 2019 года Президент Республики Узбекистан издал Постановление № ПП-4258 «Об эффективном использовании средств от размещения первых суверенных международных облигаций Республики Узбекистан» с целью эффективного размещения поступлений от успешное размещение суверенных еврооблигаций Республики Узбекистан.

¹⁰Постановление Президента Республики Узбекистан от 31 января 2019 года «О мерах по организации выпуска международных облигаций Республики Узбекистан и поддержанию суверенного кредитного рейтинга». (www.lex.uz)

Согласно постановлению, в целях эффективного использования средств, полученных от размещения еврооблигаций Республики Узбекистан, в том числе для финансирования инвестиционных проектов, имеющих стратегическое значение для дальнейшего повышения благосостояния страны и населения, были представлены предложения Министерства финансов Республики Узбекистан и Центрального банка. (рис.2)

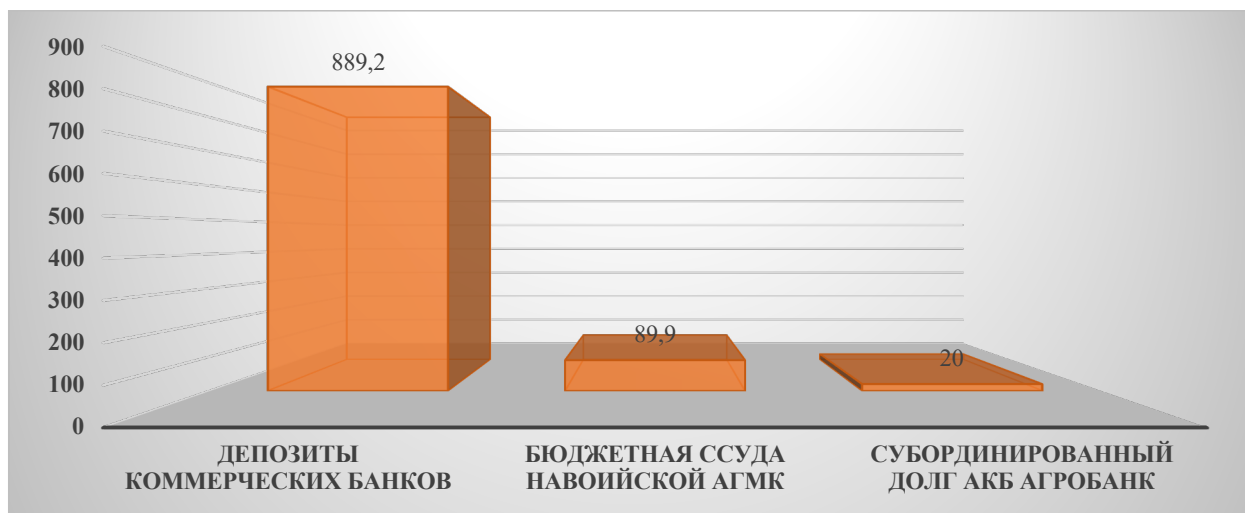


Рисунок 2. Направления средств от эмиссии первых еврооблигаций Республики Узбекистан¹¹

Анализируя данные диаграммы, после успешного размещения первых суверенных еврооблигаций Министерством Финансов Республики Узбекистан, средства, полученные от реализации еврооблигаций были распределены следующим образом – 89 процентов из 999,1 млн долларов поступлений от суверенных еврооблигаций были размещены на депозиты коммерческих банков через аукционы на сумму 889,2 млн долларов, остальные 20 миллионов долларов были направлены в акционерный коммерческий банк «Агробанк» для открытия кредитной линии в качестве субординированного займа (таблица 4).

¹¹ Постановление Президента Республики Узбекистан от 2 апреля 2019 года № ПП-4258 «Об эффективном использовании средств от размещения первых суверенных еврооблигаций Республики Узбекистан». (www.lex.uz)

Таблица 4

Условия размещения средств от размещения международных облигаций Республики Узбекистан на депозитах коммерческих банков посредством аукционов¹²

Сроки депозита	Максимальный размер депозита (в \$ США)	Минимальная годовая % ставка	Срок выплаты %	Срок возврата депозита
5 летние	459,6	5,25%	Каждые 6 месяцев (10 февраля-10 августа)	10.02.2024
10 летние	429,6	5,875%	Каждые 6 месяцев (10 февраля-10 августа)	10.02.2029
Всего	889,2	-	-	-

Оставшиеся 89,9 миллиона долларов были выделены Министерством финансов Республики Узбекистан в качестве бюджетной ссуды в иностранной валюте Навоийскому горно-металлургическому комбинату.

В 4-таблице показано, что поступившие 459,6 млн долларов США по 5-летним суверенным еврооблигациям были размещены в коммерческие банки со сроком на 5 лет, то есть до 10 февраля 2024 года. В этом случае 5-летний срочный депозит в иностранной валюте размещается под минимальную годовую ставку 5,25 процентов и является процентным доходом. Также следует отметить, что ставка 5,25 процентов установлена исходя из маржи 4,75 процентов плюс 0,5 процентов, по которой размещаются суверенные еврооблигации. Кроме того, проценты по этим депозитам выплачиваются коммерческими банками каждые шесть месяцев, то есть до 10 февраля 2024 года, 10 февраля и 10 августа каждого года.

В свою очередь, средства от 10-летних суверенных еврооблигаций Республики Узбекистан в размере 429,6 млн долларов США были размещены на основе аукциона между акционерными коммерческими банками до 10 февраля 2029 года, т.е. за этот промежуток времени предусматривается 10-летний депозит в иностранной валюте с минимальной годовой ставкой 5,875 процентов и начисляется процентный доход. Также следует отметить, что ставка 5,875 процентов установлена исходя из маржи 5,325 процентов плюс 0,5 процентов, размещенной по 10-летним суверенным еврооблигациям.

¹²Постановление Президента Республики Узбекистан от 2 апреля 2019 года № ПП-4258 «Об эффективном использовании средств от размещения первых суверенных еврооблигаций Республики Узбекистан». (www.lex.uz)

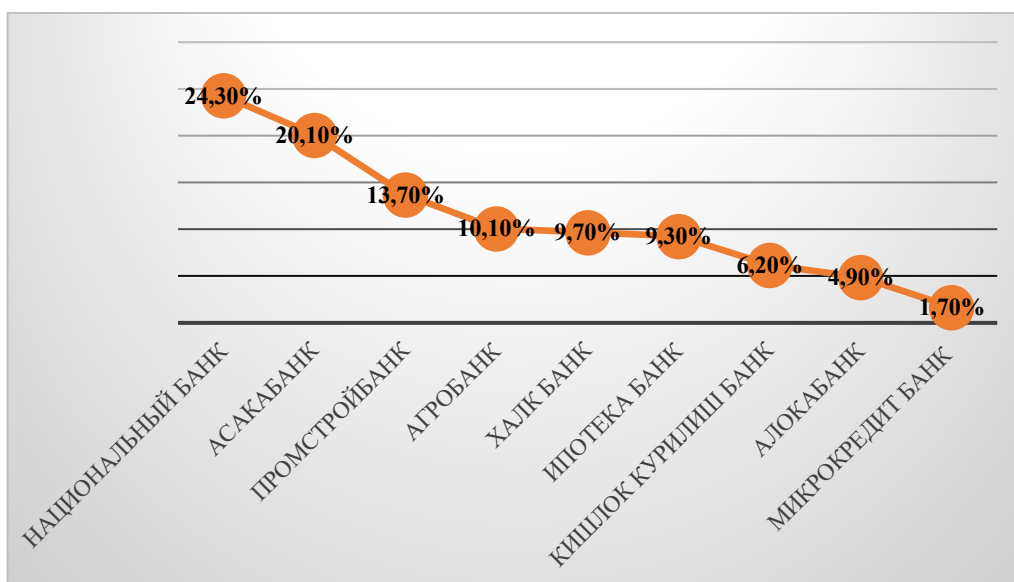


Рисунок 3. Депозиты банков, сформированные путем эмиссии еврооблигаций¹³

Кроме того, проценты по этим 10-летним депозитам выплачиваются коммерческими банками каждые шесть месяцев, то есть до 10 февраля 2029 г., 10 февраля и 10 августа каждого года. При определении сроков особое внимание уделяется условиям обязательств по еврооблигациям. На практике распределение средств по процентным ставкам и условиям осуществляется банками следующим образом (рис.3)¹⁴:

Как видно из рисунка выше, поступления от еврооблигаций и запланированные к депозиту были распределены на аукционе между 9 государственными коммерческими банками. При этом Национальный банк внешнеэкономической деятельности Республики Узбекистан, Асака банк имели долю 20 процентов, а Узпромстройбанк и Агробанк привлекли более 10 процентов. Доля коммерческих банков с иным государственным участием составляет менее 10 процентов.

Министерство финансов Республики Узбекистан разместило 20 миллионов долларов США от выручки от размещения международных облигаций Республики Узбекистан в акционерном коммерческом банке «Агробанк» в качестве субординированного займа на следующих условиях:

¹³Постановление Президента Республики Узбекистан от 2 апреля 2019 года № ПП-4258 «Об эффективном использовании средств от размещения первых суверенных еврооблигаций Республики Узбекистан». (www.lex.uz)

¹⁴ Тошматов Ш.А. Ўзбекистон халқаро облигацияларининг жаҳон молиявий бозорларида жойлаштирилиши: риск ва прогнозлар. <http://review.uz/>

**Условия Министерства финансов Республики Узбекистан об
открытии кредитной линии АКБ «Агробанк» в качестве
субординированного кредита за счет поступлений от размещения
суверенных еврооблигаций¹⁵**

Кредитная линия			
Объем кредита (в \$ США)	Годовая % ставка	Срок % платежей	Срок возврата кредита
20	5,875 %	Каждые 6 месяцев	10.02.2029

Перераспределенные средства от эмиссии еврооблигаций послужат формированию кредитной линии для данного банка. Срок погашения 10-летнего долгосрочного субординированного долга установлен 10 февраля 2029 года. В свою очередь, процентная ставка по данной кредитной линии установлена на уровне 5,875 процентов. Однако минимальная процентная ставка по депозитам, размещаемым на аукционе между коммерческими банками, составляет 5,875 процентов.

89,9 долларов США, полученные от размещения дебютных еврооблигаций Республики Узбекистан, то есть суверенных еврооблигаций Министерства финансов Республики Узбекистан, в порядке исключения, были направлены Навоийскому горно-металлургическому комбинату в качестве бюджетной ссуды в иностранной валюте.

Согласно приведенной в таблице 6, \$39,95 млн из средств, выделенных Навоийскому горно-металлургическому комбинату, поступило от размещения 5-летних суверенных еврооблигаций. При этом бюджетный заем размещен по ставке 5,75 процентов годовых, и до 10 февраля 2024 года выплаты процентов будут производиться каждые полгода 10 февраля и 10 августа.

¹⁵Постановление Президента Республики Узбекистан от 2 апреля 2019 года № ПП-4258 «Об эффективном использовании средств от размещения первых суверенных еврооблигаций Республики Узбекистан». (www.lex.uz)

Таблица 6

**Условия предоставления Министерством финансов Республики
Узбекистан бюджетной ссуды в иностранной валюте поступлений от
размещения суверенных еврооблигаций
в виде исключения ГП НГМК¹⁶**

Объем ссуды	5 летняя ссуда				10 летняя ссуда			
	Объем (в \$ США)	Годовая % ставка	Срок оплаты %	Срок возврата	Объем (в \$ США)	Годовая % ставка	Срок оплаты %	Срок возврата
89,9	39,95	5,75%	Каждые 6 месяцев (10.02-10.08)	10.02.2024	49,95	6,375%	Каждые 6 месяцев (10.02-10.08)	10.02.2029

В свою очередь, Минфин Республики Узбекистан в порядке исключения государственному предприятию «Навоийский горно-металлургический комбинат» выделил бюджетный заем в размере 49,95 млн. долларов США в иностранной валюте, который обусловлен поступлениями от размещения 10-летних международных облигаций Республики Узбекистан. Годовая процентная ставка по выделенному бюджетному кредиту установлена на уровне 6,375 процентов, а процентная ставка по 10-летним международным облигациям основана на марже 5,375 процентов плюс один процент.

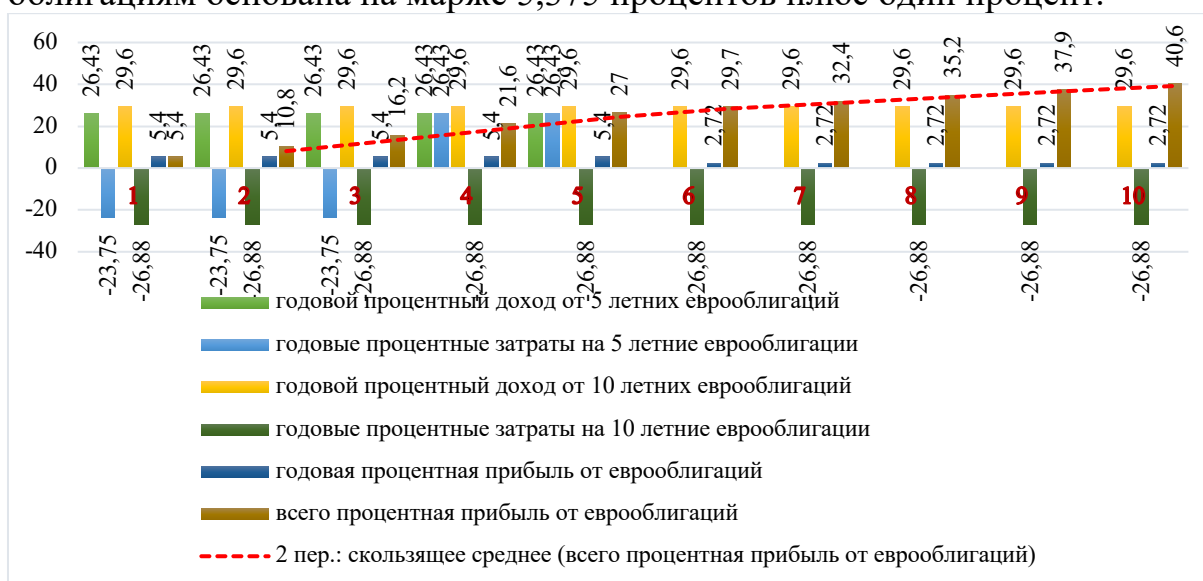


Рисунок 4. Финансовый результат, полученный за счет размещения средств суверенных еврооблигаций¹⁷

Как видно из приведенного выше рисунка, ожидается, что 999,1 миллиона долларов, вложенные в коммерческие банки и Навоийский горно-металлургический комбинат, принесут в общей сложности 428,1 миллиона

¹⁶Постановление Президента Республики Узбекистан от 2 апреля 2019 года № ПП-4258 «Об эффективном использовании средств от размещения первых суверенных еврооблигаций Республики Узбекистан». (www.lex.uz)

¹⁷ Рисунок подготовлен диссертантом с использованием экономической литературы

долларов процентов за пять и половину за 10 лет. В свою очередь, если учесть процентные обязательства перед инвесторами по 5-летним и 10-летним еврооблигациям на сумму 387,55 млн долларов США, то всего 40,6 млн долларов США. Есть положительная разница в сумме долларов США. То есть финансовым результатом перераспределения облигаций является прибыль в размере 40,6 миллиона долларов.

Аналитические данные показывают, что основная часть выручки от размещения суверенных еврооблигаций, а именно \$909,2 млн, была размещена в коммерческих банках с маржой 0,5. Однако в международной практике выручка от размещения суверенных еврооблигаций полностью направляется на стратегически важные проекты. Однако в нашей практике ограничение размещения в коммерческих банках является спорным.

Перевод средств, привлеченных для размещения первых суверенных еврооблигаций, коммерческим банкам не имеет стратегического значения и служит только для покрытия расходов, связанных с размещением и выплатой процентов.

Размещение суверенных или корпоративных еврооблигаций должно раскрывать капитальную стоимость еврооблигаций, чтобы она могла служить ориентиром для других эмитентов.

В третьей главе диссертации «Перспективы использования международных облигаций Узбекистана» раскрыты основные причины выхода Узбекистана на рынок еврооблигаций, сделаны основные аналитические показатели эмитентов узбекских еврооблигаций, изучены перспективы участия Республики Узбекистан на международном рынке еврооблигаций.

Таблица 7.

Международные и внутренние рынки облигаций¹⁸

Страна	Гос облигации	Муниципальные Облигации	Корпоративные Облигации	Итого	Гос Евро облигации	Корпоративные Евро облигации	Всего евро облигаций	Итого
CIS								
Азербайджан	57		47	104	6	4	10	114
Армения	31		73	104	2	2	4	108
Белоруссия	99	158	738	995	3	3	6	1001
Грузия	52		17	69	1	12	13	82
Казахстан	166	54	277	497	6	34	40	537
Киргизстан	116		13	129				129
Молдова	157			157		1	1	158
Россия	56	126	1565	1747	14	267	281	2028
Таджикистан	20		20	1			1	21
Узбекистан	16		9	25	2		2	27
Украина	208	5	403	616	38	31	70	686

Спрос со стороны покупателей превысил 8,5 млрд долларов при планируемом размещении в 1 млрд долларов. Рассмотрим спрос на еврооблигации других стран.

¹⁸ <http://cbonds.ru/indexes/>

Анализируя статистические данные, приведенные в таблице 7 можно сделать вывод, что повышенный спрос для покупки еврооблигаций со стороны иностранных институциональных и частных инвесторов объясняется тем, что страны Средней Азии ведут более закрытую стратегию экономики страны, а выпускаемые ими еврооблигации открывают инвесторам окно в эти экономики и дают возможность инвестировать в наиболее новые финансовые инструменты.

Таблица 8

Объем государственных еврооблигаций стран СНГ¹⁹

Страна	Объем еврооблигаций (млн \$)	Разница	Объем облигаций, (млн \$)	Разница	Соотношение госдолга к ВВП (2017 г) %	% ставка ЦБ	Кредитный рейтинг (М/SP/F)
Азербайджан	7.91	-0.92	3.48	0.71	48.4	8.5	Ba2/BB+/B B+
Армения	1.38	0.28	2.11	0.86	48.49	5.75	B1/-/B+
Белоруссия	2.94	0.59	13.43	-1.34	47.8	9.50	B3/B/B
Грузия	2.93	0.75	1.30	0.19	43	6.50	Ba2/BB-/BB-
Казахстан	23.60	-6.80	43.49	2.49	21.9	9	Baa3/BBB-/BBB
Киргизстан	0.00	0.00	0.66	0.00	56	4.25	B2//
Молдова	0.30	0.3	1.23	0.76	27.1	6.5	B3//
Россия	143.62	-8.74	346.62	49.45	13.8	7.25	Baa3/BBB/BBB
Таджикистан	0.50	0.00	0.28	0.01	47.9	13.25	B3/B/-
Узбекистан	1.00	1.00	0.21	0.19	23.5	16	B1/BB-/BB-
Украина	31.17	0.62	33.21	2.89	60.9	17.00	Caal/B-/B-
Общее/средняя	215.35	-12.93	446.01	56.23	47.80	8.50	

Как видно по аналитическим данным, Россия, Беларусь, Украина и Казахстан занимают лидирующие места по выпуску международных облигаций. На фоне долгового кризиса в Европе повышенный интерес к облигациям этих государств, чья экономика находится в относительно неплохом состоянии, вполне объясним. Государственные органы данных стран вовремя воспользовались в тот период благоприятной конъюнктурой мировых долговых рынков начав эмиссию суверенных еврооблигаций. И, наконец, не каждая развивающаяся страна может похвастаться суверенным выпуском облигаций с 30-летним сроком обращения (как Россия) — он станет ориентиром и для других стран.

¹⁹ <http://cbonds.ru/indexes/>

Но, тем не менее новые сегменты рынка активно вливаются в процесс интеграции, что дает возможность дифференцировать международный фондовый рынок.

Таблица 9

Анализ выпуска еврооблигаций национальными инвесторами²⁰

Эмитент	Объем выпуска (млн \$)	Купонная ставка (%)	Международный рейтинг (M/F/SP)	Срок обращения (лет)	Цель выпуска	Объем заявок
Министерство финансов	500 500	4,75 5,375	B1/BB-/BB-	5 10	Развитие социальной инфраструктуры	3,8 млрд
Узпромстройбанк	300	5,75	-/BB-/-	5	-	1,2 млрд
Ипотека банк	300	5,50	-/BB-/-	5	Финансирование инвестиционных проектов; создание кредитной истории на международных рынках капитала; Диверсификация источников финансирования	500 млн
Национальный банк	300	4,85	-/BB-/-	5	Создание кредитного портфеля в иностранной валюте	700 млн
УзАвто Моторс	300	4,85	-/B+/-	5	Расширение возможностей среди иностранных инвесторов	1,4 млрд
Министерство финансов	555 195	3.7 14,5	B1/BB-/BB-	10 3	Покрытие бюджетного дефицита, финансирование проектов	1,6 млрд 180 млн

Согласно, аналитическим данным выпускаемые еврооблигации очень популярны среди иностранных инвесторов, благодаря чему купонную ставку удается снизить на несколько пунктов.

Каждая из эмиссий сопровождается высоким объемом заявок, который свидетельствует о том, что инвесторы заинтересованы в покупке ценных бумаг страны, которая имела до недавнего времени закрытую экономику.

Все купонные ставки имеют примерно одинаковое значение, что говорит о том, что национальные эмитенты пока с осторожностью подходят к установлению ставок купона.

В качестве перспективных направлений развития мы видим использование возможностей рынка краткосрочных евробумаг (medium-term euro notes, MTN), которые могли бы служить эффективным источником регулирования купонных выплат. Кроме того, при эмиссии еврооблигаций представляется целесообразным применять такую форму выпуска, как ноты с

²⁰ Таблица составлена диссертантом с использованием экономической литературы

плавающей купонной ставкой (floating rate notes, FRN) — это позволило бы нивелировать риск снижения процентных ставок по валюте выпуска займов.

Следуя этой практике в ноябре 2020 года Министерство Финансов Республики Узбекистан выпустило первые в истории Центральной Азии еврооблигации в национальной валюте в размере 2 трлн сум. (таблица 9)

Таблица 9.

Анализ эмиссии суверенных еврооблигаций Республики Узбекистан²¹

Количество траншей		Объём эмиссии (млн \$)	Купонные выплаты	Срок погашения (лет)
1 транш	2019	500	4,75	5
2 транш		500	5,375	10
1 транш	2020	555	3,7	10
2 транш		195	14,5	3

Проанализировав таблицу 9, можно сделать следующие выводы:

Нашей стране это дало возможность регулярно присутствовать на международном долговом рынке капитала. Второй выпуск 10-летних евробондов обходится Узбекистану на 1,675% ниже. Данная стратегия позволяет постоянно поддерживать контакт с инвесторами и актуализировать кривую доходности.

Еще одним преимуществом является то, что можно выстроить кривую. Минфин как суверен выпускает евробонды на 5, 10 лет тремя траншами в твердой валюте, что на сегодняшний день позволяет выстроить кривую на 3,5, 8,5, 10 лет соответственно. Это дает возможность иностранным инвесторам иметь хорошее представление по ориентирам безрисковой доходности на различных сроках.

Также наша страна добьётся снижения валютных рисков. И самое примечательное — Минфин Узбекистана делает то, что ни сделало ни одно министерство финансов в Центральной Азии — выпускает евробонды в местной валюте.

Следующим шагом квазисуверены и частные корпорации Узбекистана могут последовать примеру минфина и выпустить свои еврооблигации в сумах, при этом у них не будет валютных рисков. Иностранному инвестору будет гораздо проще определять доходность таких евробондов за счет наличия суверенного ориентира в локальной валюте.

²¹ Таблица подготовлена диссертантом с использованием экономической литературы

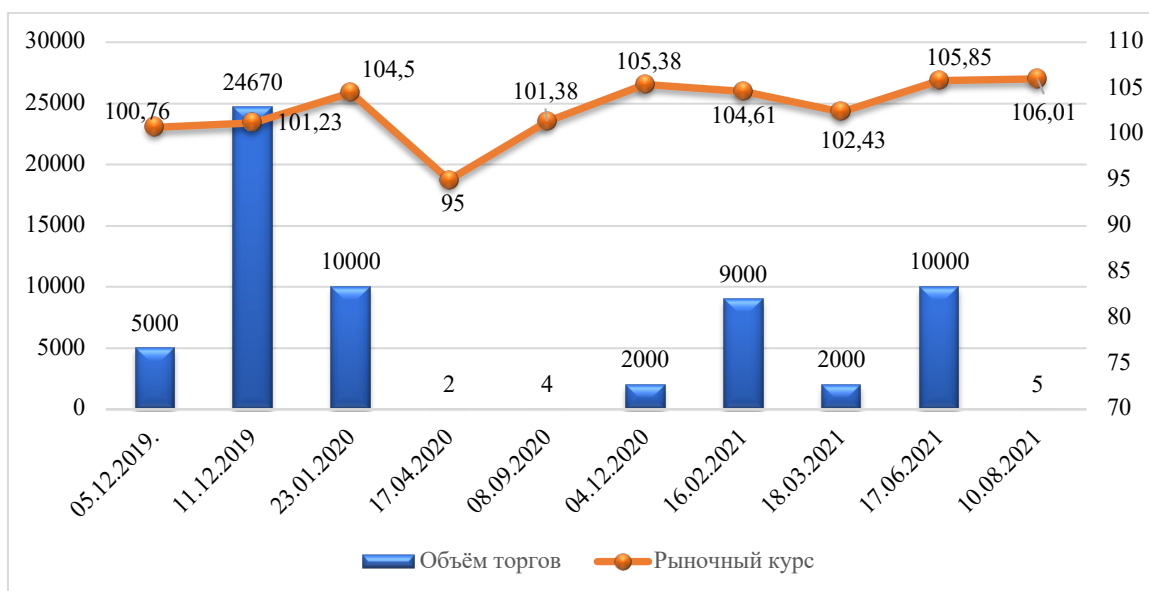


Рисунок 5. Анализ суверенных эмиссий еврооблигаций на вторичном рынке²²

Международные рейтинговые агентства оценивают экономический потенциал на страны на уровне В1 или ВВ-. Это означает, что страна уязвима, однако может выполнять свои финансовые обязательства. Прогноз ситуации в Узбекистане оценивается как стабильный. Дальнейшее развитие зависит от успеха приводящихся в стране реформ.

Очень часто инвесторы закладывают в спрос свои ожидания по компании или стране: в случае с Узбекистаном – это надежда на успешное проведение реформирования экономики и финансовой сферы.

Необходимо также учитывать тот факт, что евробонды увеличивают государственный внешний долг, поэтому к нему надо применять все принципы эффективности использования кредитных средств.

²² Рисунок подготовлен диссертантом с использованием данных cbonds.com

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Как результат нашего диссертационного исследования нами были сделаны следующие основные выводы:

1. Рынок еврооблигаций является наиболее ликвидным и инвестиционно привлекательным благодаря своему многообразию финансовых инструментов и их гибким условиям, которые удовлетворяют потребности различных финансовых субъектов. Также евробонды считают наиболее эффективным инструментом международного фондового рынка по его уникальным характеристикам, которые дают возможность выбирать ставку купонных выплат, сроки погашения, валюту и способ выплаты купонных доходов, иностранных посредников, способ обращения евробондов, способы страхования риска и так далее.

2. На сегодняшний день многие корпоративные структуры не используют в полной мере возможности фондового рынка для привлечения финансовых ресурсов. В этой связи необходимо построить сотрудничество с иностранными консалтинговыми консультантами, которые оказывают услуги по привлечению финансовых источников в корпоративные структуры нашей республики. Кроме этого, контроль за выбором наиболее оптимального из альтернативных вариантов привлеченных ресурсов усилит движение капитала посредством фондового рынка.

3. Если страна эмитент принимает решение о выходе на международный фондовый рынок, ей необходимо предусмотреть некоторые моменты касательно экономики. Например, важно принимать во внимание состояние инвестиционной среды. Здесь имеется в виду подходящая макро и микроэкономическая среда государства, которая отражается в кредитном рейтинге страны. Значит, сначала необходимо обратиться к международным рейтинговым агентствам за оценкой текущего положения экономики страны.

4. Сегодня многие развивающиеся страны обращаются к эмиссии еврооблигаций, так как данный источник финансирования является наиболее стабильным, транспарентным, гибким и ликвидным по сравнению, скажем, с рынком международных кредитов, что, безусловно, делает этот рынок более привлекательным для многих государств.

5. Мы знаем, что сегодня объем публичных торгов ценными бумагами экстремально минимален, на что напрямую влияет высокий уровень государственного вмешательства на деятельность отечественных корпоративных структур. Виной этому может быть противоречивость многих нормативно-правовых актов республики и отсутствие единых правовых правил для инвесторов и эмитентов. Решение данной проблемы приведет к финансовой грамотности населения, полному пониманию процедуры выпуска и обращения ценных бумаг, избеганию финансовых противоречий и конфликтов, и в конечном итоге улучшению инвестиционной привлекательности Республики Узбекистан.

6. После выхода на международный рынок капитала необходимо перейти к следующему шагу-диверсифицировать эмиссионные финансовые инструменты, учитывая отсутствие на рынке национальных ликвидных ценных бумаг. Данный фактор отрицательно влияет на национальный фондовый рынок, создавая дефицит источников финансирования посредством рынка ценных бумаг. Рынок еврооблигаций является при этом не только привлекательным для привлечения внешнего капитала, но и решает проблему инвесторов в увеличении их доходов, определяет рыночную стоимость корпоративных структур для повышения уровня их капитала и делает финансовый рынок более эффективным и ликвидным.

7. Вместе с положительными результатами использования возможностей рынка еврооблигаций, существует и отрицательное влияние этого источника финансирования на экономику страны. В первую очередь, это увеличение внешнего долга, что отрицательно влияет на внешний авторитет страны. Кроме этого, становясь крупным заемщиком, мы считаем, что страна становится более уязвима и зависима от зарубежных стран. Республика Узбекистан выпустив еврооблигации в долларах США, одновременно ограничила свой круг выбора инвестиционных проектов.

8. Став участником мирового фондового рынка, не стоит ограничиваться кругом долгосрочных инструментов внешнего финансирования, таких как еврооблигации. Для диверсификации инвестиционного портфеля и риска неплатежа, стоит задуматься о привлечении иностранного капитала посредством среднесрочных инструментов международного рынка капитала, таких как евроноты сроком обращения 3-5 лет. К такому решению пришла и Республика Узбекистан, выпустившая в 2020 году евроноты на 3 года в узбекских сумах.

9. Средства, поступившие от эмиссии евробондов следует направлять на наиболее перспективные и инновационные проекты республики для дальнейшей возможности участия на международном рынке ценных бумаг. К таким проектам можно отнести стратегически важные предприятия нашей страны, такие как Навоийский ГМК или Алмалыкский ГМК. Это в дальнейшем сыграет важную роль в привлечении внешних источников финансирования.

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

TASHKENT INSTITUTE OF FINANCE

RAKHMEDOVA MADINAKHON NUSRAT KIZI

**IMPROVING OPERATIONS WITH EURO BONDS AS A TOOL FOR
ATTRACTING FOREIGN INVESTMENT**

08.00.07 – Finance, money circulation and credit

**DISSERTATION ABSTRACT
Of the doctor of philosophy (Doctor of Philosophy) on economics**

Tashkent city – 2022 year

The theme of dissertation of Doctor of Philosophy (PhD) was registered under number B2020.2.PhD/Iqt1314 at the Supreme Attestation Commission at the Cabinet of Ministers of the Republic of Uzbekistan.

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

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

Scientific supervisor:

Tashmuradova Buvsara Egamovna
Doctor of Economic Sciences, Professor

Official opponents:

Karlibaeva Raya Khodjibaevna
Doctor of Economics, Professor

Khaydarov Nizomiddin Khamraevich
Doctor of Economic Sciences, Professor

Leading organization:

**Branch of Plekhanov Russian University
of Economics in Tashkent city**

The defense of the dissertation will take place on 02 «25», 2022 at 16⁰⁰ at the meeting of the Scientific Council 03/30.12.2019.I.17.01. at Tashkent Institute of Finance. Address: 100000, 60 A, Amir Temur Street, Tashkent city; Tel: (71) 234-53-34, fax: (99871) 234-46-26; e-mail: ilmiykengash@tfi.uz.

The dissertation (PhD) is available at the Information resource center of the Tashkent Institute of Finance (registered No. 265). Address: 100000, 60 A, Amir Temur Street, Tashkent city. Phone: (99871) 234-53-34; fax: (99871) 234-46-26, e-mail: admin@tfi.uz.

The abstract of the dissertation was distributed on «12» 02 2022.
(mailing report № 13 dated «12» 02 2022)



T.Z. Teshabaev

T.Z.Teshabaev

Chairman of the Scientific Council for awarding scientific degrees, Doctor of Science in Economics, Professor

F.H. Kholmamatov

F.H.Kholmamatov

Scientific Secretary of the Scientific Council for awarding scientific degrees, Doctor of Philosophy in Economics (PhD), Associate professor

I.N. Kuziev

I.N.Kuziev

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

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

The aim of research work is to develop proposals and practical recommendations aimed at improving operations with Eurobonds as a tool for attracting foreign investment.

The tasks of research work are:

to investigate the distinctive features of the functioning and development trends of the international Eurobond market at the present stage of its development;

to study the mechanism of placing Eurobonds on the international financial market;

to reveal the peculiarities of financing the economies of countries and to reveal their main targets when using Eurobonds as a tool to attract foreign investment;

analyze the preference of issuing Eurobonds in comparison with other financial instruments;

analyze the current state of the domestic Eurobond market to identify the features of its development and determine the possibilities of applying foreign experience in domestic practice;

determination and analysis of the activities of national issuers of Eurobonds;

to study the prospects for further participation of the Republic of Uzbekistan in the international Eurobond market.

The object of the research work is the process of placing sovereign and corporate Eurobonds on the international and national Eurobond markets.

The scientific novelty of the research work is as follows:

based on a 4,75 percent decrease in the coupon yield of international bonds by stimulating issuers of Eurobonds in the capital market by providing incentives and preferences, increasing the attractiveness of mechanisms for investors;

it was proposed to increase the activity of national institutional investors in the Eurobond market by issuing Eurobonds of commercial banks, insurance companies and investment companies in the process of investing in Eurobonds of other issuers;

a proposal to direct funds to finance investment and strategically important projects of the country, in particular projects related to gold mining and projects that improve social infrastructure at the expense of funds received from the issuance of international bonds as budget loans;

it is proposed that issuers use differentiated instruments of the securities market, such as medium-term Eurobonds, which are an effective source of regulation of the issuer's coupon payments.

Scientific and Practical significance of the research work. The scientific significance of the research results is determined by the fact that the theoretical conclusions, proposals and recommendations developed in the dissertation can be used as a fundamental basis for the implementation of research aimed at increasing the attractiveness of the country's investment climate and improving operations with Eurobonds as a tool for attracting foreign investment.

The practical significance of the dissertation work lies in the fact that the findings and results can be used by legislative and executive bodies to improve investment policy to attract foreign investment.

Implementation of the research results.

Based on the developed proposals for improving operations with Eurobonds as a tool for attracting foreign investment:

The coupon rates of Eurobonds were reduced to 4.75 percent by increasing the accuracy and high efficiency of projects, ensuring information openness and transparency of detailed reports on issues, as well as encouraging issuers in the capital market by providing incentives and preferences by introducing attractive mechanisms for investors (Help Ministry of Finance of the Republic of Uzbekistan No. 06 / 04-01-32 / 974 dated April 26, 2021).

The proposal for the placement of diversified securities market instruments, in particular the placement of medium-term Eurobonds in the international financial market, is reflected in the Resolution of the President of the Republic of Uzbekistan dated April 29, 2019 No. PP-4300 (Reference of the Ministry of Finance of the Republic of Uzbekistan No. 06/04-01-32 / 974 dated April 26, 2021).

a proposal to increase the accessibility of the capital market for all categories of investors based on active integration with international financial markets, in particular, increasing the importance of national banks, insurance and investment companies and other financial entities as institutional investors in the international financial market, in particular, in the Eurobond market, according to these scientific proposals, a Resolution of the President of the Republic of Uzbekistan was adopted under No. PP-4127 dated January 24, 2019 (Certificate of the Ministry of Finance of the Republic of Uzbekistan No. 06 / 04-01-32 / 974 dated April 26, 2021).

a proposal to channel funds to finance investment and strategically important projects of the country, in particular projects related to gold mining and projects that improve social infrastructure at the expense of funds received from the issue of international bonds, according to these scientific proposals, the Resolution of the President of the Republic of Uzbekistan under No. PP-4258 of April 02, 2019 (Certificate of the Ministry of Finance of the Republic of Uzbekistan No. 06 / 04-01-32 / 974 of April 26, 2021).

Approbation of scientific results. The results of this study were discussed at 3 international and 7 republican scientific and practical conferences, which resulted in positive conclusions.

Publication of the research results. A total 25 scientific papers were published, including 6 scientific articles recommended by the Higher Attestation Commission of the Republic of Uzbekistan (of which 2 articles in authoritative foreign publications), as well as 19 articles and abstracts in other scientific publications, international and Republican scientific and practical conferences.

Structure and the volume of the research. The dissertation consists of an introduction,

ЭЪЛОН ҚИЛИНГАН ИШЛАР РУЙХАТИ
СПИСОК ОПУБЛИКОВАННЫХ РАБОТ
LIST OF PUBLICATIONS

I бўлим (I часть; part I)

1. Рахмедова М.Н. EUROBONDS EMISSION SYSTEM FOR ATTRACTING FOREIGN INVESTMENT // International Journal of Economics, Commerce and Management United Kingdom ISSN 2348 0386 Vol. VIII, Issue 2, February 2020 (№ 23; SJIF-6,932)

2. Рахмедова М.Н. Еврооблигации как инструмент привлечения иностранных инвестиций // «Бизнес-эксперт» илмий журнал № 8, 6 стр, Ташкент 2019 год; (08.00.00; №3)

3. Рахмедова М.Н. Преимущественные стороны использования еврооблигаций // Халқаро молия ва ҳисоб. – Тошкент, 2020. - № 5. – Б. 1-11; (08.00.00; №19)

4. Рахмедова М.Н. Пути решения проблем интеграции Узбекистана в мировой финансовый рынок // Корпоратив бошқарувнинг замонавий стандартларини жорий этишда акциядорларнинг ролини кучайтириш йуллари: халқаро илмий-амалий конференция материаллари туплами, тезис, 4 стр, Ташкент 2018 год;

5. Рахмедова М.Н. Принятие корпоративных финансовых решений и их влияние на результаты хозяйственной деятельности // Корпоратив бошқарувнинг замонавий стандартларини жорий этишда акциядорларнинг ролини кучайтириш йуллари: халқаро илмий-амалий конференция материаллари туплами, тезис, 3 стр, Ташкент 2018 год;

6. Рахмедова М.Н. Пути совершенствования инвестиционной деятельности. // Миллий иктисодиётни ривожлантириш ва барқарорлигини таъминлашнинг асосий йуналишлари: Республиканская научно-практическая конференция. тезис, 2 стр, Ташкент 2018 год;

7. Рахмедова М.Н. Еврооблигации как инструмент заимствования на международных рынках капиталов // Узбекистон Республикаси банк тизими молиявий барқарорлигини мустахкамлаш, валюта сиёсатини янада либераллаштириш ҳамда электрон хизматларини ривожлантиришнинг долзарб масалалари: республика микёсида илмий-амалий конференция туплами, тезис, 3 стр, Ташкент 2019 год;

II бўлим (II часть; part II)

8. Рахмедова М.Н. Механизм привлечения еврооблигаций как инструмента заимствования // Узбекистон Миллий ахборот агентлиги № 8, 15 стр, Ташкент 2019 год <http://biznes-daily.uz/ru/birjaexpert/>;

9. Рахмедова М.Н. Еврооблигации как инструмент привлечения инвестиций на международных рынках капиталов // Monografiya pokonferencyjna, science, research, development #15. Economy. Management. State and Law. The Netherlands 2019;

10. Рахмедова М.Н. Перераспределение средств, полученных от эмиссий суверенных еврооблигаций и их эффективность // Халқаро молия ва ҳисоб. – Тошкент, 2020. №3. – Б.248-256;

11. Рахмедова М.Н. Этапы расчета выгодной цены // «Бизнес-эксперт» илмий журнал № 6, 6 стр, Ташкент 2018 год;

12. Рахмедова М.Н. Узбекистон Республикасида чет эл валютасидаги кимматли коғозларнинг муомаласини такомиллаштириш // Вопросы совершенствования системы бухгалтерского учета и аудита в Республике Узбекистан на основе международных стандартов: Сборник материалов, Республиканская научно-практическая конференция. тезис, 2 стр, Ташкент 2017 год;

13. Рахмедова М.Н. Еврооблигациялар ва уларнинг ижобий жihatлари // Миллий иктисодиётни ривожлантириш ва барқарорлигини таъминлашнинг асосий йуналишлари: Магистрантларнинг илмий конференцияси, тезис, 2 стр, Ташкент 2018 год;

14. Рахмедова М.Н. Суверенный кредитный рейтинг как показатель надежности вложений в Республику Узбекистан // Иктисодиётни стратегик ривожлантириш шароитида инновацион тадбиркорлик соҳасидаги долзарб масалалар: республика илмий-амалий конференцияси материаллар туплами, тезис, 2 стр, Ташкент 2019 год;

15. Рахмедова М.Н. Значение рынка криптовалют в развитии цифровой экономики // Ёшларда касбий мотивларни шакллантиришнинг молиявий-иктисодий ва педагогик-психологик масалалари: вазирлик микёсидаги илмий-амалий конференцияси материаллари туплами, тезис, 3 стр, Ташкент 2018 год;

16. Рахмедова М.Н. Роль антикризисной политики в формировании конкурентоспособной экономики // Студенческий форум, научный журнал, тезис, 6 стр, Москва, 2019 год;

17. Рахмедова М.Н. Роль государства в цифровизации Узбекистана // Проблемы повышения инвестиционной привлекательности хозяйствующих субъектов Узбекистана и Российской Федерации: Сборник тезисов и докладов международного круглого стола, а также Международной межвузовской научно-практической видеоконференции, тезис, 2 стр, Екатеринбург-Петропавловск-Ташкент 2019 год

18. Рахмедова М.Н. Проблемы и перспективы развития страхового рынка Республики Узбекистан // Узбекистонда харакатлар стратегиясини самарали амалга оширишда солиқ сиёсатини такомиллаштиришнинг устувор йуналишлари: Республика микёсидаги илмий-амалий конференция, тезис, 2 стр, Ташкент 2019 год;

19. Рахмедова М.Н. Иностранные инвестиции как инструмент решения стратегических задач государства // Узбекистонда харакатлар стратегиясини самарали амалга оширишда солиқ сиёсатини такомиллаштиришнинг устувор йуналишлари: Республика микёсидаги илмий-амалий конференция, тезис, 3 стр, Ташкент 2019 год;

20. Рахмедова М.Н. Перспективы развития рынка криптовалют в Узбекистане // Проблемы повышения инвестиционной привлекательности хозяйствующих субъектов Узбекистана и Российской Федерации: Сборник тезисов и докладов международного круглого стола, а также Международной межвузовской научно-практической видеоконференции, тезис, 4 стр, Екатеринбург-Петропавловск-Ташкент 2019 год;

21. Рахмедова М.Н. Еврооблигации как инструмент привлечения зарубежного капитала в компании // Узбекистонда банк фаолиятини инновацион ривожлантириш ва банк операцияларида янги технологияларини куллаш: муаммо ва ечимлар: республика микёсида илмий-амалий конференция материаллари тўплами, тезис, 2 стр, Ташкент 2019 год;

22. Рахмедова М.Н. Преобразование маркетинговой деятельности в условиях цифровизации экономики // Тезис. «Инновацион иктисодиёт шароитида замонавий маркетинг концепцияларидан фойдаланиш» - Республика онлайн илмий-амалий конференция. Тошкент. “Iqtisod-Moliya”. 11 ноябр 2020 йил;

23. Рахмедова М.Н. Совершенствование международного финансового рынка через эмиссию еврооблигаций // «Ўзбекистоннинг халқаро молия тизимига интеграциялашувини кучайтириш йўллари» республика микёсида ўтказилган илмий-амалий конференция материаллари тўплами 14 ноябрь 2020 йил;

24. Рахмедова М.Н. Экономическая безопасность в цифровой экономике // «Рақамли иктисодиётга ўтиш даврида бухгалтерия ҳисоби ва аудитни халқаро стандартларга мувофиқлаштириш масалалари» халқаро илмий-амалий конференция. 2020 йил 24 октябрь;

25. Рахмедова М.Н. Регулирование экономической безопасности в цифровой экономике // Тенденции и перспективы инновационного развития в условиях цифровой экономики- международная научно-практическая видеоконференция. Екатеринбург-Ташкент 2021.

Автореферат «Iqtisod-moliya» нашриётида таҳрирдан ўтказилди

Босишга рухсат этилди: 11.02.2022 йил.
Бичими 60x84 1/16, «Times New Roman»
Горнитурда рақамли босма усулида босилди.
Шартли босма табоғи 4,75. Адади: 100. Буюртма: № 13.

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