

**O‘ZBEKISTON RESPUBLIKASI BANK-MOLIYA AKADEMIYASI
HUZURIDAGI ILMIY DARAJALAR BERUVCHI
DSc.09/31.08.2022.I.151.01 RAQAMLI ILMIY KENGASH**

TOSHKENT DAVLAT IQTISODIYOT UNIVERSITETI

TILAVOLDIYEV NODIR XOKIMOVICH

**O‘ZBEKISTON KAPITAL BOZORIDA INSTITUTSIONAL
INVESTORLAR TIZIMINI RIVOJLANTIRISH**

08.00.07 – “Moliya, pul muomalasi va kredit”

**Iqtisodiyot fanlari bo‘yicha falsafa doktori (PhD) dissertatsiyasi
AVTOREFERATI**

Toshkent – 2023-yil

**Iqtisodiyot fanlari bo‘yicha falsafa doktori (Doctor of Philosophy)
dissertatsiyasi avtoreferati mundarijasi**

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

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

Tilavoldiyev Nodir Hokimovich

О‘zbekiston kapital bozorida institutsional investorlar tizimini rivojlantirish3

Тилаволдиев Нодир Хокимович

Совершенствование системы институциональных инвесторов на рынке капитала Узбекистана.....27

Tilavoldiev Nodir Hokimovich

Improving institutional investor system in the capital market of Uzbekistan.....53

E‘lon qilingan ishlar ro‘uxati

Список опубликованных работ

List of published works.....58

**O‘ZBEKISTON RESPUBLIKASI BANK-MOLIYA AKADEMIYASI
HUZURIDAGI ILMIY DARAJALAR BERUVCHI
DSc.09/31.08.2022.I.151.01 RAQAMLI ILMIY KENGASH**

TOSHKENT DAVLAT IQTISODIYOT UNIVERSITETI

TILAVOLDIYEV NODIR XOKIMOVICH

**O‘ZBEKISTON KAPITAL BOZORIDA INSTITUTSIONAL
INVESTORLAR TIZIMINI RIVOJLANTIRISH**

08.00.07 – “Moliya, pul muomalasi va kredit”

**Iqtisodiyot fanlari bo‘yicha falsafa doktori (PhD) dissertatsiyasi
AVTOREFERATI**

Toshkent – 2023-yil

Iqtisodiyot fanlari bo'yicha falsafa doktori (PhD) dissertatsiyasi mavzusi O'zbekiston Respublikasi Oliy attestatsiya komissiyasida B2021.2.PhD/Iqt1707 raqam bilan ro'yxatga olingan.

Dissertatsiya Toshkent davlat iqtisodiyot universitetida bajarilgan.

Dissertatsiya avtoreferati uch tilda (o'zbek, rus, ingliz (rezyume)) Ilmiy kengash veb-sahifasi (www.bfa.uz) va "Ziyonet" Axborot ta'lim portalida (www.ziyonet.uz) joylashtirilgan.

Ilmiy rahbar:	Jumayev Nodir Xosiyatovich iqtisodiyot fanlari doktori, professor
Rasmiy opponentlar:	Berdiyarov Baxriddin Tavasharovich iqtisodiyot fanlari doktori, professor Tashmurodova Buvsara Egamovna iqtisodiyot fanlari doktori, professor
Yetakchi tashkilot:	G.V. Plexanov nomidagi Rossiya iqtisodiyot universiteti Toshkent shahri filiali

Dissertatsiya himoyasi O'zbekiston Respublikasi Bank-moliya akademiyasi huzuridagi ilmiy darajalar beruvchi DSc.9/31.08.2022.I.151.01 raqamli Ilmiy kengashning 2023-yil "___"_____ soat _____ dagi majlisida bo'lib o'tadi. Manzil: 100000, Toshkent shahri, Mirzo Ulug'bek tumani, Movarounnaxr ko'chasi, 16-uy. Tel.: (99871) 237-54-01, faks: (99871) 237-50-11. e-mail: office@bfa.uz.

Dissertatsiya bilan O'zbekiston Respublikasi Bank-moliya akademiyasining Axborot-resurs markazida tanishish mumkin (___ raqami bilan ro'yxatga olingan). Manzil: 100000, Toshkent shahri, Mirzo Ulug'bek tumani, Movarounnaxr ko'chasi, 16-uy. Tel.: (99871) 237-54-09, faks: (99871) 237-50-11. E-mail: office@bfa.uz.

Dissertatsiya avtoreferati 2023-yil "___"_____ kuni tarqatildi.
(2023-yil "___"_____ dagi ___ raqamli reestr bayonnomasi).

E.A.Xoshimov

Ilmiy darajalar beruvchi ilmiy kengash raisi o'rinbosari, i.f.d., dotsent

Sh.A. Xusainov

Ilmiy darajalar beruvchi ilmiy kengash kotibi, i.f.n.

S.E. Elmirzayev

Ilmiy darajalar beruvchi ilmiy kengash qoshidagi ilmiy seminar raisi, i.f.d., professor

KIRISH (falsafa doktori (PhD) dissertatsiyasi annotatsiyasi)

Dissertatsiya mavzusining dolzarbligi va zarurati. Jahonda institutsional investorlar tomonidan investitsiya mablag'laridan kapital bozorida professional tarzda foydalanishi hamda ularning moliya bozorida investor sifatidagi faoliyatini kengaytirish borasida qator chora-tadbirlar amalga oshirilmoqda. Kapital bozorida institutsional investor sifatida banklar va sug'urta kompaniyalari faoliyati jadal sur'atlar bilan rivojlanib bormoqda. "2022-yilda sug'urta kompaniyalarining institutsional investor sifatida faoliyat ko'rsatkichlari 2021-yilga nisbatan o'zgarmagan, ya'ni 2022-yilda obligatsiyalar miqdori investitsiyalarning 69,4 foizini, 2021-yilda 64,6 foizini, aksiyalar va pul mablag'lariga esa mos ravishda 10,4 va 9,7 foizni tashkil qilgan"¹. Bu esa kapital bozorida institutsional investorlar tizimini rivojlantirishni taqozo etadi.

Jahonda xalqaro ilmiy markazlar va tadqiqot institutlari tomonidan tijorat banklari va sug'urta kompaniyalarining kapital bozoridagi faoliyatini davlat tomonidan tartibga solish, fond bozorida institutsional investor sifatidagi faoliyatiga oid izlanishlarga e'tibor qaratilmoqda, shuningdek, institutsional investorlarning dividend siyosati, fond bozoridagi faoliyati, undagi risklarni sug'urtalash, ular o'rtasidagi raqobat muhitini yaratish qo'shimcha va arzon moliyaviy resurs jalb qilish, investitsiya tamoyillariga javob beradigan moliyaviy instrumentlar sonini oshirish kabi yo'nalishlarda ilmiy tadqiqotlar olib borilmoqda.

Yangi O'zbekistonning taraqqiyot strategiyasida "27-maqсад – Iqtisodiyotda moliyaviy resurslarni ko'paytirish maqsadida, kelgusi 5 yilda fond bozori aylanmasini 200 million AQSH dollaridan 7 milliard AQSH dollariga yetkazish"² – vazifasi belgilangan. Taraqqiyot strategiyasida mamlakatimizda kapital harakatini bosqichma-bosqich erkinlashtirish hamda yirik korxonalarni va ulardagi ulushlarni (aksiyalarni), shu jumladan, fond birjasi orqali xorijiy kapital oqimlarini asosan o'rta va uzoq muddatga jalb qilish, davlat qimmatli qog'ozlarini norezidentlar tomonidan xarid qilishga ruxsat berish, korporativ qimmatli qog'ozlar bozorida likvidlikni oshirish, davlat ulushi mavjud korxonalarda xususiy lashtirish jarayonlariga xorijiy investorlar va xalqaro moliya institutlarini jalb qilish vazifalari aniq muddatlar bilan belgilab berilgan. Mazkur vazifalar ijrosini ta'minlashda institutsional investor faoliyatini rivojlantirish, ularning kapital bozoridagi faolligini oshirish bo'yicha ilmiy taklif va amaliy tavsiyalarni asoslash dolzarb hisoblanadi.

O'zbekiston Respublikasi Prezidentining 2022-yil 28-yanvardagi "2022-2026-yillarga mo'ljallangan Yangi O'zbekistonning taraqqiyot strategiyasi to'g'risida" PF-60-son, 2021-yil 13-apreldagi "Kapital bozorini yanada rivojlantirish chora-tadbirlari to'g'risida" PF-6207-son farmonlari, O'zbekiston Respublikasi Prezidentining 2023-yil 24-martdagi "Iqtisodiyotda davlat ishtirokini qisqartirishning qo'shimcha chora-tadbirlari to'g'risida"gi PQ-102-son, 2021-yil 13-apreldagi "Kapital bozorini tartibga solish tizimini yanada takomillashtirish

¹ <https://www.oecd.org/pensions/Insurance-Markets-in-Figures-2022.pdf>

² O'zbekiston Respublikasi Prezidentining 2022-yil 28-yanvardagi "2022-2026-yillarga mo'ljallangan Yangi O'zbekistonning taraqqiyot strategiyasi to'g'risida" PF-60-son Farmoni.

chora-tadbirlari to'g'risida" PQ-5073-son, 2019-yil 2-avgustdagi "O'zbekiston Respublikasining sug'urta bozorini isloh qilish va uning jadal rivojlanishini ta'minlash chora-tadbirlari to'g'risida" PQ-4412-son qarorlari, O'zbekiston Respublikasi Vazirlar Mahkamasining 2019-yil 26-apreldagi "Fond birjasida aksiyalarning birlamchi va ikkilamchi ommaviy takliflarini (IPO va SPO) o'tkazishni tashkil etish to'g'risida" 358-son qarori, O'zbekiston Respublikasi Vazirlar Mahkamasining 2022-yil 21-fevraldagi "O'zbekiston Respublikasining davlat g'aznachilik majburiyatlari va obligatsiyalarini muomalaga chiqarishni tashkil etish chora-tadbirlari to'g'risida"gi 2018-yil 14-dekabrda 1016-son qaroriga o'zgartirish va qo'shimchalar kiritish haqidagi 82-son qarori shuningdek mazkur sohaga tegishli boshqa me'yoriy hujjatlarda belgilangan vazifalarni amalga oshirishga mazkur dissertatsiya tadqiqoti muayyan darajada xizmat qiladi.

Tadqiqotning respublika fan va texnologiyalari rivojlanishining ustuvor yo'nalishlariga mosligi. Mazkur dissertatsiya tadqiqoti respublika fan va texnologiyalar rivojlanishining I. "Demokratik va huquqiy jamiyatni ma'naviy-axloqiy hamda madaniy rivojlantirish, innovatsion iqtisodiyotni shakllantirish" ustuvor yo'nalishiga mos ravishda bajarilgan.

Muammoning o'rganilganlik darajasi. Kapital bozorida institutsional investorlar tizimini rivojlantirish bilan bog'liq masalalarning ilmiy-uslubiy va amaliy jihatlari M.Djonk, E.Dolan, V.Sibulnikova, N.Berzona, O.Lavrushin, B.Rubsov, A.Kilyachkov, L.Chaldayeva, G.Beloglazova, L.Kroliveskaya, N.Ivanov, N.Juravleva, D.Lopatkin, L.Ulibina ³kabi xorijiy iqtisodchi olimlarning tadqiqot ishlarida o'z aksini topgan.

Mahalliy iqtisodchi olimlardan I.Butikov, Sh.Abdullayeva, T.Bobakulov, T.Qoraliyev, O.Sattarov, A.Omonov, S.Elmirzayev, U.Ortiqov, V.Kotov, Sh.Teshayev, M.Xamidulin, Sh.Shoxa'zamiy, F.Muxamedov, A.Xo'jamurodov, X.X.Xudoyqulov, N.R.Tursunova, J.I.Karimqulov, A.A.Shomirov ⁴ va

³ Джонк М.Д. Основы инвестирования. – М.: Издательство "Дело", 1997.- С.41-44., Долан Э. Деньги, банковское дело и денежно-кредитная политика. Пер.с англ. М: Кемпбелл, 1996. -448 с; Рынок ценных бумаг: учебное пособие/ В.Ю.Цибулькикова.–Томск: ФДО, ТУСУР, 2016. – 167 с., Рынок ценных бумаг: учебник для академического бакалавриата / под общ. ред. Н.И.Берзона. – 4-е изд., пераб. и доп. – М.: Издательство Юрайт, 2019. – 443 с., Лаврушин О.И. Основы банковского дела: учебное пособие/коллектив авторов.4-е издание. –М.: Кнорус, 2018. -386с.; Рубцов Б.Б. Современные фондовые рынки. –М.: Альпина Бизнес Букс, 2006. -4423.; А.А.Килячков, Л.А.Чалдаева Рынок ценных бумаг и биржевое дело. –М.: Юристъ, 2005. -687 с.; Банковское дело. Учебник для вузов.2-е изд. /Под ред. Г.Белоглазовой, Л.Кроливцевкой. –СПб.: Питер, 2008. -400.; Иванов Н.И. «Инвестиционная деятельность страховых организаций на рынке ценных бумаг», дис. канд. экон. наук: 08.00.10 – Москва, 2006. – 165 с.; Журавлева Н.В, Лопаткин Д.С.. Анализ мирового рынка взаимного страхования, Текст научной статьи по специальности «Экономика и бизнес», 2014 – 7 с.; Улыбина Л.К., «Глобализации» issue 3 (127), 2014. – Рр. 69–77.

⁴ 4 Бутиков И.Л., Рынок ценных бумаг Узбекистана: новые горизонты, Finance.uz, 2019.; Абдуллаева Ш.З. Пул ва банклар. –Т.: 2010. 425 б.; Бобакулов Т.И. Ўзбекистон Республикасида миллий валюта курсининг баркарорлигини таъминлаш борасидаги муаммолар ва уларни хал қилиш йўллари. и.ф.д. илм. даража. олиш учун баж. дис. авт. –Т.: 2008, БМА, 36 б.; Қоралиев Т.М. Саттаров О.Б. ва бошқалар. Тижорат банклари фаолияти таҳлили. Ўқув қўлланма. –Т.: "Иқтисод-Молия", 2013. 192 б.; Омонов А.А Тижорат банкларининг ресурсларини самарали бошқариш масалалари. Монография. "Фан ва технологиялари", 2010 йил, 210 б.; Элмирзаев С.Э Капитал бозори. Дарслик. – Т.: "Nihol print" ОК, 2022. – 192 б.; Ортиқов У.Д. Банк ресурслари ва уларни бошқариш. и.ф.н. илмий даражасини олиш учун тақдим этилган диссертация автореферати. ЎЗР БФА. –Т., 2008. -20 б., Бутиков И.Л. Рынок ценных бумаг. –Т.: Консаудитинформ. 2001. - 850 с.; Котов В.А., Тешаев Ш.Ж., Хамидулин М.Б. Рынок капитала Узбекистана: вчера, сегодня, завтра. –Т.: Молия, 2002. -268 с.; Шохазамий Ш.Ш. Финансовый рынок и ценные бумаги. Книги II. Учебник. –Т.: Iqtisod-moliya, 2005. -829 с.; Мухамедов Ф.Т. «Ўзбекистонда қимматли қоғозлар савдо тизимларини

boshqalarning ilmiy tadqiqotlarida hamda asarlarida kapital bozori va institutsional investorlarning bozordagi faoliyati kabi masalalar atroflicha tadqiq qilingan.

Kapital bozorida institutsional investorlar tizimini rivojlantirish borasida amalga oshirilgan ilmiy-tadqiqot ishlari va olib borilgan ilmiy-nazariy izlanishlarga qaramasdan, mavzu kompleks va tizimli tarzda o'rganilmagan. Mazkur holat dissertatsiya ishida tadqiq etilgan ilmiy-amaliy muammolar va ularni bartaraf etish yuzasidan ishlab chiqilgan taklif va tavsiyalarning dolzarblik darajasini belgilab beradi.

Tadqiqotning dissertatsiya bajarilgan oliy ta'lim muassasasining ilmiy-tadqiqot ishlari rejalari bilan bog'liqligi. Mazkur dissertatsiya tadqiqoti Toshkent davlat iqtisodiyot universiteti ilmiy-tadqiqot ishlari rejasiga muvofiq FM-1-son "O'zbekistonda ijtimoiy-iqtisodiy rivojlanishning makroiqtisodiy barqarorligi va prognozlashtirilishini ta'minlashning ilmiy-uslubiy asoslari va uslubiyatlarini takomillashtirish" mavzusi doirasida bajarilgan.

Tadqiqotning maqsadi O'zbekiston kapital bozorida institutsional investorlar faoliyatini takomillashtirishga qaratilgan ilmiy-nazariy, amaliy va uslubiy taklif va tavsiyalarni ishlab chiqishdan iborat.

Tadqiqotning vazifalari:

institutsional investorlarning kapital bozoridagi operatsiyalarining mazmun-mohiyatini ochib berish;

institutsional investorlarning qimmatli qog'ozlar bozoridagi operatsiyalarining huquqiy asoslari o'rganib chiqish;

institutsional investorlarning qimmatli qog'ozlar bozoridagi faoliyatining xorij tajribasini o'rganish;

O'zbekiston kapital bozorida tijorat banklari faoliyati va ularning ko'rsatkichlari tahlil qilish;

O'zbekiston kapital bozorida sug'urta tashkilotlarining institutsional investor sifatidagi faoliyatini tahlil etish;

qimmatli qog'ozlar bozorida institutsional investorlar faoliyati samaradorligi tahlilini amalga oshirish;

institutsional investorlarning kapital bozoridagi faoliyatini rivojlantirish yo'llarini yoritib berish;

jahon tajribasidan kelib chiqib institutsional investorlarning kapital bozoridagi faoliyatini takomillashtirish bo'yicha ilmiy va amaliy tavsiyalar berish.

Tadqiqotning obykti sifatida sifatida institutsional investorlarning kapital bozorida ishtirok etish mexanizmi tanlangan.

ривожлантириш йўналишлари» // Иқтисод фанлари доктори (DSc) илмий даражасини олиш учун тақдим этилган диссертация автореферати. – Т., 2019. – 60 б.; Хўжамуродов А. Иқтисодиётни модернизациялаш шароитида фонд бозори инфратузилмасини такомиллаштириш. и.ф. бўйича фал. док. (PhD) дисс. Авто. –Т.: ТМИ, 2019. 26 б., Худойқулов Х.Х. Акциядорлик жамиятларининг капитал қийматини баҳолашнинг методологик асосларини такомиллаштириш: DSc – Тошкент, 2021. – 17 б.; Туреунова Н.Р. Корпоратив молияни бошқаришда молиявий таъминотни самарали ташкил этиш йўллари: дисс. автореферати. PhD – Тошкент, 2019. – 15 б.; Ж.Каримкулов “Ўзбекистон иқтисодиётида қимматли қоғозлар бозори ролини ошириш йўллари”. Диссертация ИФН. -Т. 2012 й. 120 б.; Шомиров А.А. Акциядорлик жамиятлар молиявий ресурсларини бошқариш самарадорлигини ошириш йўллари: дисс. автореферати. PhD – Тошкент, 2019. – 21 б.

Tadqiqotning predmeti institutsional investorlarning kapital bozoridagi faoliyati jarayonida vujudga keladigan moliyaviy munosabatlar hisoblanadi.

Tadqiqotning usullari. Dissertatsiyada umumlashtirish, tahlil, sintez, statistik ma'lumotlarni guruhlash, solishtirma tahlil, taqqoslash usullaridan foydalanilgan.

Tadqiqotning ilmiy yangiligi quyidagilardan iborat:

ustav kapitalida davlat ulushi 50 foiz va undan ortiq bo'lgan aksiyadorlik jamiyatlarining aksiya paketlarini birlamchi (IPO) va ikkilamchi (SPO) ommaviy taklif etish orqali xususiylashtirish taklif etilgan;

o'z a'zolarining manfaatlarini ifoda etuvchi kapital bozori professional ishtirokchilarining o'zini-o'zi boshqaruvchi nodavlat birlashmasini tashkil etish asoslangan;

sug'urta tashkilotlarining kapital bozorida institutsional investor sifatida faol ishtirokini ta'minlash maqsadida respublikamizda faoliyat yuritayotgan va yangidan tashkil etilayotgan sug'urta tashkilotlarining tashkiliy-huquqiy shakli aksiyadorlik jamiyatlari shaklida tashkil etish (qayta tashkil etish) taklif etilgan;

davlat ulushi mavjud bo'lgan tashkilot aksiyalarini xususiy, shu jumladan, xorijiy institutsional investorlarga sotish sharti bilan qo'shimcha emissiya qilish orqali ularning ustav kapitalini oshirishi isbotlangan.

Tadqiqotning amaliy natijalari quyidagilardan iborat:

institutsional investorlarning kapital bozoridagi faoliyatiga to'sqinlik qilayotgan asosiy omillardan biri bo'lgan kompaniyalarda davlat ulushining yuqoriligini hisobga olib, davlat aktivlarini xususiylashtirish bo'yicha amaliy tavsiyalar ishlab chiqilgan;

sug'urta tashkilotlarining fond bozoridagi institutsional investor sifatidagi faoliyatini takomillashtirish maqsadida fond bozori instrumentlari tarkibiga maqbul instrumentlar turlarini muomalaga kiritish afzalliklari yoritilgan;

kapital bozori ishtirokchilarini har tomonlama huquqiy, iqtisodiy himoya qilish maqsadida nodavlat birlashma tashkil etish asoslangan;

O'zbekiston kapital bozorida tijorat banklari va sug'urta kompaniyalarining institutsional investor sifatidagi o'rni, ularning ishtirokini yanada kengaytirish borasida taklif va tavsiyalar asoslangan.

Tadqiqot natijalarining ishonchligi amalga oshirilgan usullarning xalqaro va milliy reyting tashkilotlarning rasmiy manbalaridan olinganligi, O'zbekiston Respublikasi Moliya vazirligi, vazirlik huzuridagi Sug'urta bozorini rivojlantirish agentligi, "Toshkent" Respublika fond birjasi, Jahon banki, Markaziy bank ma'lumotlariga asoslanganligi bilan belgilanadi.

Tadqiqot natijalarining ilmiy va amaliy ahamiyati. Tadqiqot natijalarining ilmiy ahamiyati O'zbekiston kapital bozorida institutsional investorlar tizimini rivojlantirish, institutsional investorlarning vaqtincha bo'sh turgan qarz mablag'larini kapital bozori orqali real ishlab chiqarishga yo'naltirish, institutsional investorlar faoliyatini takomillashtirish bilan bog'liq maxsus ilmiy-tadqiqot ishlarida foydalanish mumkinligi bilan izohlanadi. Tadqiqot jarayonida ishlab chiqilgan ilmiy taklif va amaliy tavsiyalar institutsional investorlarning kapital bozoridagi faoliyatini kelgusida yanada rivojlantirish bo'yicha qabul

qilinadigan me'yoriy-huquqiy hujjatlarni ishlab chiqishda foydalanish mumkinligi amaliy ahamiyati sifatida izohlanadi.

Tadqiqot natijalarining joriy qilinishi. O'zbekiston kapital bozorida institutsional investorlar tizimini rivojlantirish bo'yicha ishlab chiqilgan ilmiy takliflar va amaliy tavsiyalar asosida:

ustav kapitalida davlat ulushi 50 foiz va undan ortiq bo'lgan aksiyadorlik jamiyatlarining aksiya paketlarini birlamchi (IPO) va ikkilamchi (SPO) ommaviy taklif etish orqali xususiyashtirish bo'yicha taklifi O'zbekiston Respublikasi Prezidentining 2021-yil 13-apreldagi "Kapital bozorini yanada rivojlantirish chora-tadbirlari to'g'risida" PF-6207-son Farmonida o'z aksini topgan (O'zbekiston Respublikasi Moliya vazirligining 2023-yil 17-yanvardagi 06/46-35-/52-son ma'lumotnomasi). Natijada 20 dan ortiq davlat ulushi bo'lgan aksiyadorlik jamiyatlarining aksiyalarini fond bozorida birlamchi va ikkilamchi ommaviy joylashtirish to'g'risida O'zbekiston Respublikasi Vazirlar Mahkamasining 2022-yil 15-avgustdagi 446-sonli qarori qabul qilindi va "yo'l xaritasi" tasdiqlandi;

o'z a'zolarining manfaatlarini ifoda etuvchi kapital bozori professional ishtirokchilarining o'zini-o'zi boshqaruvchi nodavlat birlashmasini tashkil etish bo'yicha taklifi O'zbekiston Respublikasi Prezidentining 2021-yil 13-apreldagi "Kapital bozorini yanada rivojlantirish chora-tadbirlari to'g'risida" PF-6207-son Farmonida o'z aksini topgan (O'zbekiston Respublikasi Moliya vazirligining 2023-yil 17-yanvardagi 06/46-35-/52-son ma'lumotnomasi). Bunda institutsional investorlar huquqlarini har tomonlama ishonchli himoya qilish, kapital bozori infratuzilmasini takomillashtirish orqali O'zbekistonga institutsional investorlar tomonidan kiritiladigan uzoq muddatli xorijiy investitsiyalar miqdorini sezilarli darajada oshirish imkonini beradi;

sug'urta tashkilotlarining kapital bozorida institutsional investor sifatida faol ishtirokini ta'minlash maqsadida respublikamizda faoliyat yuritayotgan va yangidan tashkil etilayotgan sug'urta tashkilotlarining tashkiliy-huquqiy shakli aksiyadorlik jamiyatlari shaklida tashkil etish (qayta tashkil etish) bo'yicha taklifi O'zbekiston Respublikasining 2021-yil 23-noyabrdagi "Sug'urta faoliyati to'g'risida" O'RQ-730-son Qonunida o'z aksini topgan (O'zbekiston Respublikasi Oliy Majlisi Qonunchilik palatasining 2023-yil 14-apreldagi 02/2-05-493-son va O'zbekiston Respublikasi Moliya vazirligining 2023-yil 17-yanvardagi 06/46-35-/52-son ma'lumotnomalari). Buning natijasida O'zbekistonda faoliyat ko'rsatayotgan 41 ta sug'urta kompaniyalari faoliyati aksiyadorlik jamiyatlari shaklida tashkil (qayta tashkil) etildi hamda kapital bozorida institutsional investor sifatida faol ishtiroki ta'minlandi;

davlat ulushi mavjud bo'lgan tashkilot aksiyalarini xususiy, shu jumladan, xorijiy institutsional investorlarga sotish sharti bilan qo'shimcha emissiya qilish orqali ularning ustav kapitallarini oshirish bo'yicha taklifi O'zbekiston Respublikasi Prezidentining 2019-yil 2-avgustdagi "O'zbekiston Respublikasi sug'urta bozorini isloh qilish va uning jadal rivojlanishini ta'minlash chora-tadbirlari to'g'risida" PQ-4412-son Qarorida o'z aksini topgan (O'zbekiston Respublikasi Oliy Majlisi Qonunchilik palatasining 2023-yil 14-apreldagi 02/2-05-493-son va O'zbekiston Respublikasi Moliya vazirligining

2023-yil 17-yanvardagi 06/46-35-/52-son ma'lumotnomalari). Natijada 1115 ta korxonadagi davlat aksiya paketlari (ulushlari) xususiy sektorga to'liq sotilishi belgilandi va kapital bozoriga uzoq muddatli moliyaviy resurslarga ega yirik institutsional investorlarni jalb qilishga erishildi.

Tadqiqot natijalarining aprobatsiyasi. Ushbu tadqiqot natijalari bo'yicha 22 ta ish respublika va xalqaro ilmiy-amaliy anjumanlarida muhokamadan o'tkazilgan.

Tadqiqot natijalarining e'lon qilinganligi. Dissertatsiya mavzusi bo'yicha jami 22 ta ilmiy ish, jumladan O'zbekiston Respublikasi Oliy attestatsiya komissiyasining doktorlik dissertatsiyalari asosiy ilmiy natijalarini chop etish bo'yicha tavsiya etilgan ilmiy nashrlarda 6 ta, jumladan, nufuzli xorijiy jurnallarda 2 ta ilmiy maqola nashr etilgan.

Dissertatsiyaning tuzilishi va hajmi. Dissertatsiya tarkibi kirish, uchta bob, xulosa, foydalanilgan adabiyotlar ro'yxati va ilovalardan tarkib topgan. Dissertatsiya hajmi 120 betni tashkil etadi.

DISSERTATSIYANING ASOSIY MAZMUNI

Kirish qismida dissertatsiya mavzusining dolzarbligi va zarurati asoslangan, tadqiqotning maqsad va vazifalari, uning obyekti va predmeti belgilangan, ilmiy tadqiqot mavzusining respublika fan va texnologiyalari rivojlanishining ustuvor yoʻnalishlariga mos ekanligi koʻrsatib oʻtilgan, tadqiqotning ilmiy yangiligi va amaliy natijalari keng bayon qilingan, tadqiqot natijalari amaliyotga joriy etilganligi, bildirilgan takliflar Oʻzbekiston Respublikasi normativ-huquqiy hujjatlariga kiritilganligi va tadqiqot natijalarining aprobatsiyasi, ularning eʼlon qilinganligi, tadqiqot ishining tuzilishi va hajmi toʻgʻrisidagi maʼlumotlar keltirib oʻtilgan.

Dissertatsiyaning “Kapital bozorida institutsional investorlar tizimini rivojlantirishning nazariy-uslubiy asoslari” deb nomlangan birinchi bobida kapital bozori rivojlanishida institutsional investorlarning oʻrni va ahamiyati, oʻziga xos xususiyatlari, institutsional investorlar tizimini rivojlantirishning ilgʻor xorij tajribalari va ulardan foydalanish imkoniyatlari yoritib berilgan.

Risk va noaniqlik sharoitida resurslarni toʻgʻri taqsimlash, jamgʻarmalarni investitsiyalarga transformatsiyalashuvida moliyaviy vositachilik tizimi muhim rol oʻynaydi. Moliyaviy vositachilar moliyaviy resurslarni ularning egalariga nisbatan samaraliroq joylashtirish imkoniyatiga ega boʻlib, buning sabablardan biri ularning shu sohaga chuqur ixtisoslashganliklaridir. Shunga qaramay, moliyaviy institutlar ham vaqt oʻtishi bilan yanada rivojlanib, jamgʻarmalarni investitsiyalashda faol ishtirok etuvchi institutsional investorlar sifatida muayyan mamlakat kapital bozori rivojlanishining muhim institutsional asosiga aylanishdi.

Respublikamizda ham investitsiyalarni qoʻllab quvvatlashda faqatgina bank tizimiga bogʻlanib qolmaslik uchun milliy kapital bozorini rivojlantirish, uning samarali faoliyat yuritishining institutsional asosi boʻlgan institutsional investorlar tizimini shakllantirish dolzarb masalalardan hisoblanadi.

Iqtisodiy hamkorlik va taraqqiyot tashkiloti hisobotlarida institutsional investorlar atamasiga murojaat qilingan boʻlib, unga koʻra institutsional investorlar kategoriyasiga uchinchi shaxslardan pul mablagʻlarini qabul qiluvchi va ularni keyinchalik mazkur shaxslar manfaatlarini yoʻlida oʻz nomidan investitsiyalarga joylashtiruvchi moliyaviy institutlar taalluqlidir⁵.

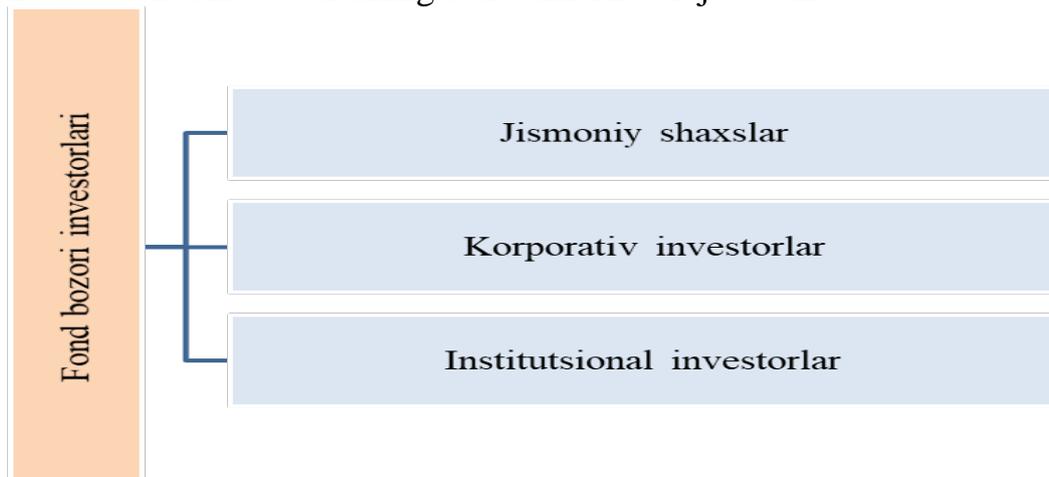
Xuddi shu singari qarash Jahon banki guruhi iqtisodchilarining ilmiy ishlarida ham kuzatiladi. Xususan, institutsional investorlar sifatida sugʻurta kompaniyalari, pensiya jamgʻarmalari va oʻzaro (mutual) investitsion fondlar keltirilgan.⁶

Soʻnggi paytlarda rivojlangan va rivojlanayotgan mamlakatlar moliya tizimida banklar va institutsional investorlar oʻrtasida raqobat kuchayishi kuzatilmoqda. Fikrimizcha, bu holat, birinchidan, moliya tizimi samaradorligini oshirishga, ikkinchidan esa, moliyaviy innovatsiyalarni ragʻbatlantirishga xizmat qiladi. Albatta, bu yerda mamlakatlar tanlagan moliya tizimi modeliga qarab, institutsional investorlarning rivojlanganlik darajasi farq qilishi mumkin. Masalan, anglo-sakson mamlakatlarida institutsional investorlar eng muhim moliyaviy

⁵ OECD (2013). Role of Banks, Equity Markets and Institutional Investors in Long-Term Financing for Growth and Development — OECD 2013, P.15.

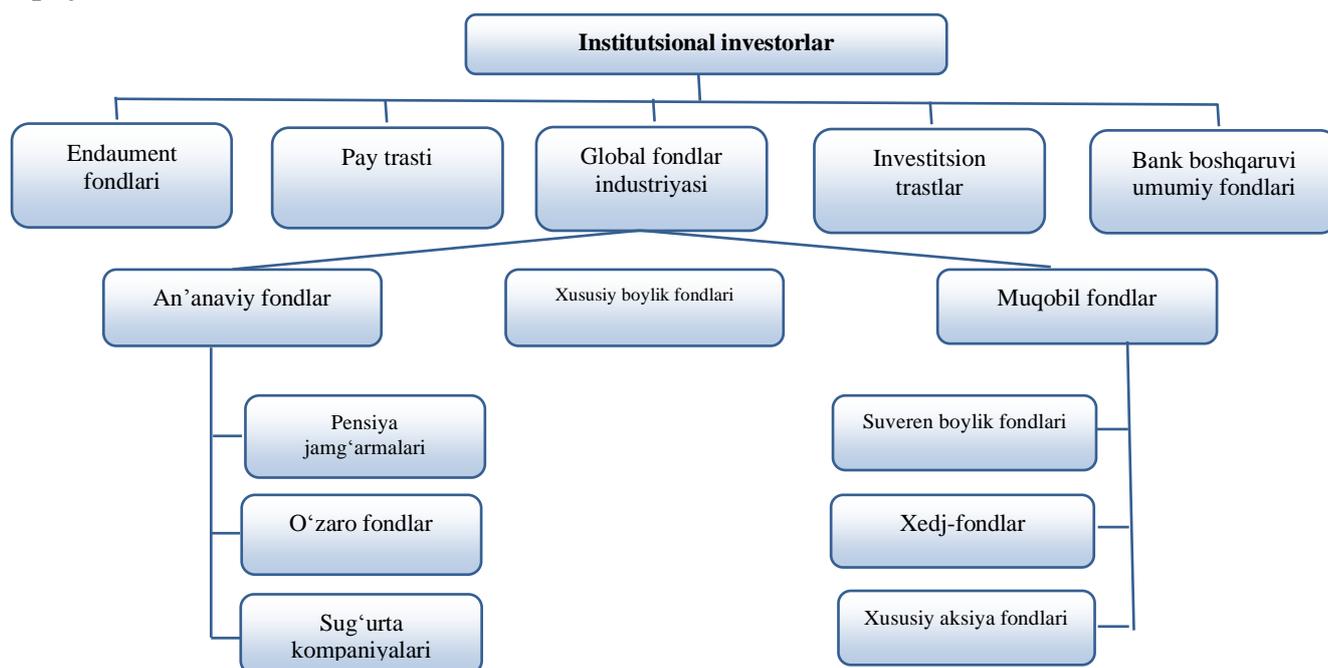
⁶ Dimitri Vittas. (1998) Institutional Investors and Securities Markets. Which comes First? The World Bank. Development Research Group. Finance, December 1998

vositachilarga aylanib ulgurgan bo'lsa, Sharqiy Yevropa mamlakatlarida institutsional investorlarning roli sezilarli darajada emas.



1-rasm. Fond bozoridagi investorlar turlari⁷

Institutsional investorlarning asosiy turlari sifatida dastlab jamoaviy investitsiyalash institutlari, pensiya jamg'armalari va sug'urta kompaniyalari ajratib ko'rsatilgan bo'lsa, keyinchalik esa, institutsional investorlarning tarkibi yangi institutlar bilan boyidi va ularni tasniflashga zamonaviy yondashish zarurati paydo bo'ldi (2-rasm).



2-rasm. Institutsional investorlarning zamonaviy tasnifi⁸

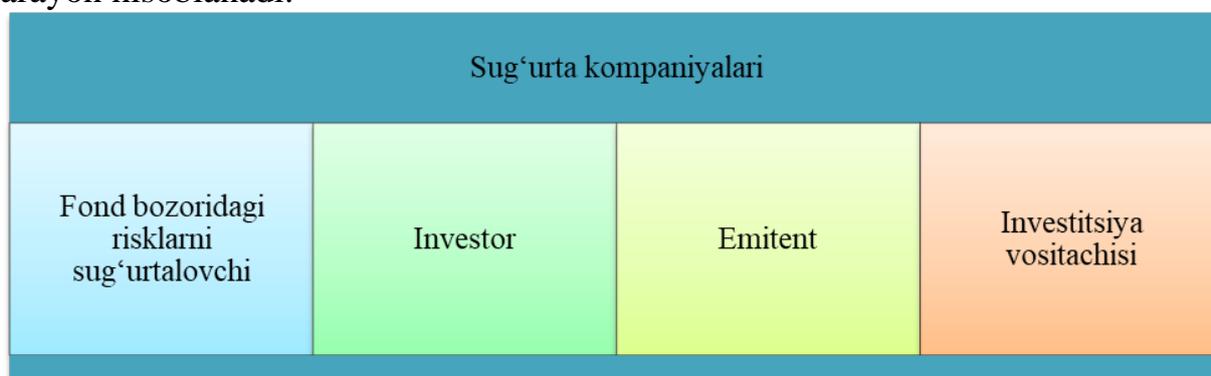
Zamonaviy sharoitdagi moliya bozorlari murakkab tarkibiy tuzilmalardan tashkil topgan bo'lib, ularning tarkibiga pul bozori, kredit bozori, valyuta bozori, qimmatli qog'ozlar bozori va boshqa moliyaviy bozorlar kiradi. Tijorat banklari nafaqat qimmatli qog'ozlar bozori, balki kapital bozorining barcha tarkibiy tuzilmalarining faol ishtirokchisi hisoblanadi.

⁷ Tadqiqotchi tomonidan ishlab chiqilgan.

⁸ Tadqiqotchi tomonidan ishlab chiqilgan.

Qimmatli qog'ozlar bozorida tijorat banklari bir vaqtning o'zida emitent sifatida emissiya operatsiyalarini, investor sifatida esa investitsiya operatsiyalarini amalga oshiradi, bundan tashqari ular emitent va investorlarning xohish irodalariga ko'ra qimmatli qog'ozlar bozorida moliyaviy vositachi sifatida sotish va sotib olish operatsiyalarini ham amalga oshiradi.

Bugungi kunda, sug'urta ham eng tez rivojlanayotgan sohalardan biri bo'lib hisoblanadi. Sug'urta kompaniyasi boshqa moliyaviy institutlar (banklar, fond birjalari, investitsion fondlar va boshqalar) kabi mamlakat moliya bozorining ajralmas qismi hisoblanadi hamda Davlat moliya tizimining asosiy va muhim bo'g'inlaridan hisoblanadi. Sug'urta kompaniyalarining ma'lum darajadagi pul oqimlarining to'planish va taqsimlanish tamoyili ularning kapital tuzilishi va tarkibini belgilaydi. Sug'urta kompaniyalari o'zining asosiy faoliyatidan tashqari boshqa faoliyat turlari bilan shug'ullanishi bevosita fond bozori bilan bog'liq jarayon hisoblanadi.



3-rasm. Sug'urta kompaniyalarining fond bozorida faoliyat turlari⁹

Sug'urta kompaniyalarining moliyaviy resurslari deb, sug'urta shartnomalari tuzilgan paytdan boshlab ular bo'yicha majburiyatlarni bajarilishigacha bo'lgan davr mobaynida, sug'urta kompaniyasi tomonidan sug'urta va qayta sug'urta operatsiyalarini amalga oshirish, shuningdek, dividend, investitsiya, xodimlarni moliyaviy rag'batlantirish, sug'urta mahsulotlarini sifatini oshirish va takomillashtirish uchun foydalaniladigan pul daromadlari va tushumlariga aytiladi.

1-jadval

O'zbekiston Respublikasi sug'urta bozorining tuzilishi¹⁰

Суғурта бозорининг тuzилиши	01.01.2021	01.01.2022	O'zgarishi, %da
Sug'urta kompaniyalari soni	40	42	105
shu jumladan, hayot sug'urta kompaniyalari	8	8	100
Sug'urta brokerlari soni	5	5	100
Aktuariylar soni	5	5	100
Sug'urta agentlari soni	8900	9536	107
shu jumladan, yuridik (YATT, MCHJ va boshqalar)	2639	2774	105
To'lovlarni kafolatlash fondiga a'zo bo'lgan sug'urta (qayta sug'urta) kompaniyalari soni	19	23	121
Jami ustav kapitali mln.so'mda	1439193	1545784	107,4

⁹ Tadqiqotchi tomonidan ishlab chiqilgan

¹⁰ O'zbekiston Respublikasi Moliya vazirligi ma'lumotlari asosida tadqiqotchi tomonidan ishlab chiqilgan.

Fond bozorida vositachilik xizmatini ko'rsatuvchi broker, treyderlar shuningdek, fond birjalari uchun ham sug'urtalangan qimmatli qog'ozlarga qiziqish hamda talab nisbatan yuqori bo'ladi. Sug'urtalanmagan qimmatli qog'ozlardan ko'ra sug'urtalangan qimmatli qog'ozlar yuqori moliyaviy barqarorlikka ega bo'ladi.

Dissertatsiyaning “O‘zbekiston kapital bozorida institutsional investorlar faoliyatining joriy holati” deb nomlangan ikkinchi bobida O‘zbekiston kapital bozorida institutsional investorlar faoliyatining me'yoriy-huquqiy jihatlari, kapital bozorida institutsional investor sifatida banklar faoliyati, sug'urta kompaniyalarining kapital bozorida investorlik faoliyati tahlil qilingan va tegishli xulosa shakllantirilgan.

2-jadval

O‘zbekiston kapital bozorining asosiy ko‘rsatkichlari¹¹

№	Ko‘rsatkichlar nomi	O‘lchov birligi	2018y.	2019y.	2020y.	2021y.	2022y.
1.	Erkin muomaladagi qimmatli qog'ozlarga asoslangan bozor kapitallashuvi	Trln.so‘m	59,64	99,70	149,78	153,83	167,64
	Erkin muomaladagi qimmatli qog'ozlar umumiy qiymati	% YAIMga nisbatan	13,98	18,72	24,74	20,83	18,87
2.	Erkin muomaladagi korporativ aksiyalarning umumiy qiymati	Trln.so‘m	59,44	99,21	149,50	153,05	166,76
		% YAIMga nisbatan	13,93	18,62	24,69	20,73	18,77
3.	Erkin muomaladagi korporativ obligatsiyalarning umumiy qiymati	Trln.so‘m	0,20	0,49	0,28	0,78	0,87
		% YAIMga nisbatan	0,05	0,09	0,05	0,11	0,10
4.	Davlat qimmatli qog'ozlarning umumiy qiymati	Trln.so‘m	47,37	74,56	127,60	125,32	134,58
		% YAIMga nisbatan	11,10	14,00	21,07	16,97	15,15

Jadval ma'lumotlarini tahlil qiladigan bo'lsak, kapital bozorining asosiy ko'rsatkichlari yildan yilga o'sish tendensiyasiga ega ekanligini ko'rishimiz mumkin. Jumladan, erkin muomaladagi qimmatli qog'ozlarga asoslangan bozor kapitallashuvi 2018-yilda 59,6 trln.so'mni tashkil qilgan bo'lsa, 2022-yilga kelib 167,6 trln.so'mgacha, ya'ni 2,1 barobarga o'sgan. Erkin muomaladagi qimmatli qog'ozlar umumiy qiymati YAIMga nisbatan 2018-yilda 13,9 foizni tashkil qilgan bo'lsa, 2022-yil yakunida 18,8 foizgacha oshgan. Davlat qimmatli qog'ozlarning (aksiyadorlik jamiyatlarida mavjud bo'lgan davlat ulushi keltirilgan) umumiy qiymati 2018-yilda 47,3 trln.so'm, YAIMga nisbatan 11,1 foiz bo'lgan bo'lsa, 2022-yil yakuniga kelib qiymati 134,5 trln.so'm, YAIMga nisbatan 15,1 foizgacha o'sgan va bu yaxshi ko'rsatkich hisoblanadi.

So'ngi yillarda mamlakatimiz kapital bozorini isloh qilish, xususan sohani tartibga solish tizimini takomillashtirish, bozor munosabatlarini keng joriy qilish, qimmatli qog'ozlar chiqarilishini ko'paytirish, kapital bozori ishtirokchilari munosabatlarning huquqiy asosini mustahkamlash, sohaga investitsiyalarni jalb

¹¹ www.imv.uz – O‘zbekiston Respublikasi Iqtisodiyot va moliya vazirligi rasmiy veb sayti ma'lumotlari asosida muallif tomonidan shakllantirildi.

qilish hamda kapital bozori infratuzilmasini zamonaviy texnologiyalarni joriy etish orqali rivojlantirish borasida muayyan ishlar amalga oshirilmoqda.

3-jadval

2021-2023-yillarda kapital bozorini rivojlantirish dasturini amalga oshirish natijasida erishiladigan maqsadli ko'rsatkichlar¹²

№	Ko'rsatkichlar nomi	O'lchov birligi	2020 yil	2021 yil	2022 yil	2023 yil
1	Erkin muomaladagi qimmatli qog'ozlarga asoslangan bozor kapitallashuvi	trln so'm	1,9	4,9	14,5	45
2	Erkin muomaladagi qimmatli qog'ozlarning umumiy qiymati	foizda (YAIMga nisbatan)	0,3	0,7	1,9	5
3	Korporativ obligatsiyalarning umumiy qiymati	trln so'm	0,16	0,75	1,88	3,94
		foizda (YAIMga nisbatan)	0,03	0,1	0,3	0,5
4	"Moliya va investitsiya savodxonligi" dasturi asosida qamrab olinadigan aholi va tadbirkorlik subyektlari soni	nafar	-	5 000	20 000	40 000
5	Investitsiya hisob raqamlari soni	yil davomida faol bo'lgan depo hisobvaraqlar	4 000	6 000	10 000	20 000
6	Hududiy investitsiya dasturlari doirasidagi loyihalarning qimmatli qog'ozlar chiqarish orqali moliyalashtirilgan qismi	foizda (hududiy investitsiya dasturi qiymatiga nisbatan)	-	1	3	5

Kapital bozorini yanada rivojlantirish va qimmatli qog'ozlar chiqarilishini ko'paytirish hamda investorlarni keng jalb qilish maqsadida O'zbekiston Respublikasi Prezidentining 2021-yil 13-apreldagi "Kapital bozorini yanada rivojlantirish chora-tadbirlari to'g'risida"gi Farmoni e'lon qilindi hamda farmonga muvofiq 2021-2023-yillarda kapital bozorini rivojlantirish dasturi qabul qilindi. Dasturga ko'ra kapital bozorining raqobatbardoshligini oshirish va uning kapitallashuvini 2023-yil yakuniga qadar 45 trln so'mga yetkazish, bank tomonidan kreditlashga muqobil bo'lgan samarali moliyalashtirish mexanizmini yaratish belgilangan.

¹² O'zbekiston Respublikasi Prezidentining 2021-yil 13-apreldagi "Kapital bozorini yanada rivojlantirish chora-tadbirlari to'g'risida" PF-6207-son Farmoniga 2-ilova.

**O‘zbekistonda institutsional investorlarning kapital bozoridagi aktivlari
bo‘yicha ma’lumotlar¹³**

№	Ko‘rsatkichlar nomi	O‘lchov birligi	2018y.	2019y.	2020y.	2021y.	2022y.
1.	Sug‘urta tashkilotlarining kapital bozoridagi aktivlari (investitsiya portfellari xajmi)	Trln.so‘m	0,10	0,11	0,19	0,25	0,73
		% qimmatli qog‘ozlarga asoslangan bozor kapitallashuviga nisbatan	5,71	7,45	8,98	9,22	24,36
2.	Tijorat banklarining kapital bozoridagi aktivlari (investitsiya portfellari xajmi)	Trln.so‘m	1,68	1,35	1,90	2,49	2,26
		% qimmatli qog‘ozlarga asoslangan bozor kapitallashuviga nisbatan	93,93	92,08	90,69	90,52	75,39
3.	Investitsiya fondlarining kapital bozoridagi aktivlari (investitsiya portfellari xajmi)	Trln.so‘m	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
		% qimmatli qog‘ozlarga asoslangan bozor kapitallashuviga nisbatan	0,362	0,469	0,331	0,258	0,249
4.	Pensiya jamg‘armasining kapital bozoridagi aktivlari (investitsiya portfellari xajmi)	Trln.so‘m	0	0	0	0	0
		% qimmatli qog‘ozlarga asoslangan bozor kapitallashuviga nisbatan	0	0	0	0	0

O‘zbekistonda institutsional investorlarning kapital bozoridagi aktivlari bo‘yicha ishtiroki holatini tahlil qiladigan bo‘lsak, institutsional investor sifatida asosan tijorat banklari, sug‘urta kompaniyalari va boshqa investitsiya fondlarini faol ishtirokini ko‘rishimiz mumkin. Pensiya jamg‘armasining kapital bozorida institutsional investor sifatida ishtirok etmasligi sababli kapital bozoridagi aktivlari hajmi nolga teng. Tijorat banklari kapital bozorida institutsional investor sifatida faol ishtirokchi hisoblanib, aktivlar hajmi 2018-yilda 1,68 trln.so‘m bo‘lgan bo‘lsa, 2022-yilga kelib 2,26 trln.so‘mga yetgan va o‘shirish tendensiyasiga ega.

O‘zbekiston Respublikasi Prezidentining 2021-yil 13-apreldagi “Kapital bozorini tartibga solish tizimini yanada takomillashtirish chora-tadbirlari to‘g‘risida”gi qaroriga¹⁴ asosan O‘zbekiston Respublikasi Moliya vazirligi davlat miqyosida kapital bozorni tartibga solish, rivojlantirish va qimmatli qog‘ozlarni tartibga solish bo‘yicha vakolatli davlat organi (regulyator) hisoblanadi.

2021-2023-yillarda kapital bozorini rivojlantirish dasturini amalga oshirish natijasida erishiladigan ko‘rsatkichlar ham belgilab olingan.

Bunda keltirilgan eng muhim ko‘rsatkich sifatida erkin muomaladagi qimmatli qog‘ozlarning umumiy qiymatini YAIMdagi ulushini 2023-yilga borib 5 foizga oshirish belgilangan. Korporativ obligatsiyalarning umumiy qiymatini ham 2023-yilga borib YAIMdagi ulushini 0,5 foizgacha yetkazish nazarda tutilgan.

¹³www.uzse.uz — “Toshkent” Respublika fond birjasining rasmiy saytidan olingan ma’lumotlar asosida muallif tomonidan shakllantirilgan.

¹⁴ O‘zbekiston Respublikasi Prezidentining 2021-yil 13-apreldagi “Kapital bozorini tartibga solish tizimini yanada takomillashtirish chora-tadbirlari to‘g‘risida”gi PQ-5073 sonli qarori.

5-jadval

Fond bozorining hajmi, bitimlar soni va ularning tarkibi bo'yicha ma'lumotlar¹⁵

№	Ko'rsatkichlar nomi	O'lchov birligi	2018y.	2019y.	2020y.	2021y.	2022y.
1	Fond birjasida savdolar hajmi	Trln.so'm	0,69	0,44	0,58	1,26	4,82
2	Fond bozoridagi bitimlar soni	Dona	13750	32816	36062	71489	80723
3	Imzolangan bitimlarda aksiyalar savdosi	Trln.so'm	0,00	0,00	0,50	1,15	4,71
		% jami imzolangan bitimlarga nisbatan	0,00	0,00	87,24	90,91	97,71
4	Imzolangan bitimlarda obligatsiyalar savdosi	Trln.so'm	0,00	0,00	0,07	0,11	0,11
		% jami imzolangan bitimlarga nisbatan	0,00	0,00	11,65	9,00	2,29

O'zbekistonda so'nggi yillarda davlat qimmatli qog'ozlar savdosi, shuningdek, boshqa aksiyadorlik kompaniyalari tomonidan chiqarilayotgan va ochiq bozorga joylashtirilayotgan qimmatli qog'ozlar savdosi yildan yilga rivojlanib bormoqda.

Fond birjasida savdolar hajmi 2018-yilda qiymati 0,69 trln. so'mlik 13750 dona bitimlar tuzilgan bo'lsa, 2022-yilga kelib bu ko'rsatkich 4,82 trln.so'mlik 80 723 dona bitimlar amalga oshirilgan. Imzolangan bitimlarda obligatsiyalar savdosi ham 2020-yildan boshlab amalga oshirilishni boshlanganligini ko'rishimiz mumkin.

Kapital bozori bo'sh turgan pul mablag'larni to'plash, ularni mavjud infratuzilma orqali kapitalga aylantirish, so'ngra uni ishlab chiqarish yoki xizmat ko'rsatish jarayonlari ishtirokchilari (banklar, korxonalar, firmalar, shu bilan birga mamlakat aholisi) o'rtasida taqsimlash munosabatlarini, qimmatli qog'ozlar, shu jumladan aksiyalar hamda obligatsiyalar bilan oldi-sotdi operatsiyalarini olib boradi. "Kapital bozori" tushunchasining mohiyatini aniqlashtirishning murakkabligi shunda ko'rinadiki, uning infratuzilmasi moliyaviy bozorning qismi hisoblangan pul bozori bilan chambarchas bog'liq va moliyaviy instrumentlar kapital bozori va pul bozori uchun bir xildir.

O'zbekistonda rivojlanayotgan kapital bozorining institutsional mustahkamlash va funksional rivojlanish sur'ati va sifati ko'p jihatdan eng ishonchli emitentlar, yirik institutsional investorlar va tajribali investitsiya institutlari sifatida ishtirok etadigan bank muassasalarining faoliyatiga bog'liq.

Banklarning O'zbekiston qimmatli qog'ozlar bozorida operatsion faoliyat ko'lamini kengaytirish uchun zarur shart-sharoitlar haqida gapirilganda, 4-rasmda ko'rsatilgan fond bozoridagi tijorat banklarining asosiy uchta investitsion afzalliklarini ko'rsatish lozim.

¹⁵ www.uzse.uz — "Toshkent" Respublika fond birjasining rasmiy saytidan olingan ma'lumotlar asosida muallif tomonidan shakllantirilgan.

Fond bozoridagi tijorat banklarining asosiy investitsion afzalliklari		
Banklar tomonidan tegishli investitsion nou-xaulardan mohirona foydalanish	Mijoz bilan bevosita yaqinlikda IT-aloqalarning keng doirasi	Bank biznesini tizimlashtirishda yuqori standartlarga moslashuvchanlik

4-rasm. Tijorat banklarining fond bozoridagi boshqa ishtirokchilarga nisbatan asosiy ustunliklari¹⁶

Banklarning birinchi afzalligi – bu uchinchi shaxslarning xizmatlaridan foydalanish, shuningdek investitsiya vositalarini birlashtirish va rekombinatsiya qilishda moslashuvchanlikka ega bo‘lgan tegishli boshqaruv nou-xaularidan mohirona foydalanish tufayli operatsion ustunlikdir.

Bank muassasalarining qimmatli qog‘ozlar bozorida muvaffaqiyat qozonishining ikkinchi sharti – bu ularning sheriklari va mijozlariga yaqinligini hisobga olgan holda IT-aloqalarni amalga oshirish qobiliyatidir.

Banklarning uchinchi afzalligi sifatida, xalqaro bank nazorati standartlarini hisobga olgan holda, ular tomonidan taqdim etilayotgan xizmatlarning yuqori darajadagi egiluvchanligi sifatida xizmat qiladi.

6-jadval

O‘zbekistonda tijorat banklarining investitsiya portfeli tarkibining oxirgi 5 yildagi tahlili, mln.so‘m¹⁷

№	Yil	Investitsion portfel, jami	шундан:				boshqalar
			davlat qimmatli qog‘ozlari	korporativ aksiyalar	korporativ obligatsiyalar	aksiyadorlik jamiyatlaridagi ulushlar	
1	2017	1 644 298	-	11 181	175 502	1 002 645	454 970
2	2018	2 015 704	413 362	29 941	124 138	983 895	464 368
3	2019	3 298 760	1 192 915	29 475	101 738	1 226 729	747 903
4	2020	9 418 229	6 517 289	44 882	106 336	1 889 606	860 116
5	2021	18 157 397	14 302 441	55 659	118 156	2 395 927	1 285 214
6	2022	28 854 198	23 354 972	101 353	286 973	2 116 894	2 994 006

Tijorat banklarining rivojlanayotgan qimmatli qog‘ozlar bozorida eng yirik institutsional investor sifatida ishtirok etishiga moyilligi, ularning ko‘pchiligi kapitallashuv darajasi yuqori, uning turli segmentlari holati to‘g‘risida kuchli ma’lumot bazalariga, shuningdek, investitsiyalarni boshqarish sohasidagi malakali mutaxassislariga ega ekanligi bilan izohlanadi.

O‘zbekiston tijorat banklari emitentlar va investor uchun ham keng ko‘lamli investitsiya xizmatlarini ko‘rsatish uchun samarali moliyaviy yirik bozorlarni yarata oladilar.

¹⁶ Tadqiqotchi tomonidan ishlab chiqilgan.

¹⁷ www.cbu.uz – O‘zbekiston Markaziy bankining rasmiy veb sayti orqali berilgan ma’lumotlar asosida muallif tomonidan shakllantirilgan.

O‘zbekistonda tijorat banklarining kapital bozoridagi ishtiroki faolligini yuqorida ham ta’kidlab o‘tdik. Mazkur jadval ma’lumotlarida ham buni yana bir bor tasdig‘ini ko‘rishimiz mumkin, jumladan, tijorat banklarining investitsiya portfeli tarkibi yildan yilga o‘shish tendensiyasiga ega. Birgina 2017-yilda investitsiya portfeli hajmi 1 644 298 mln.so‘mni tashkil qilgan bo‘lsa, 2022-yilga kelib bu ko‘rsatkich 28 854 198 mln.so‘mga yetgan va 25 barobarga o‘sganligini ko‘rishimiz mumkin.

7-jadval

“Toshkent” RFB AJ aksiyadorlik kapitali tuzilmasi¹⁸

№	Aksiyadorlar nomi	Ustav fondidagi ulushi	
		%	Dona
1.	Davlat aktivlarini boshqarish agentligi	50	8 789 063
2.	Korean Stock Exchange (Koreya Fond birjasi)	25	4 394 530
3.	“Asaka” ATB	6,25	1 098 633
4.	“Xalq Banki” ATB	6,25	1 098 633
5.	“O‘zsanoatqurilishbank” ATB	6,25	1 098 633
6.	O‘zbekiston Respublikasi TIF“Milliy banki”	6,25	1 098 633
Jami		100	17 578 125

Shuni ta’kidlash joizki “Toshkent” RFB AJ aksiyadorlik kapitali tuzilmasida 4 ta davlat ulushi yuqori bo‘lgan tijorat banklari teng miqdorlarda (6,25 foiz) fond birjasi aksiyadorlari hisoblanadi. Davlatning ulushi 50 foiz hisoblanib, “nazorat paketi” aynan davlatning hissasiga to‘g‘ri keladi. Shuningdek, boshqaruvga ilg‘or xorijiy tajribalarni jalb etish maqsadida 25 foizlik ulush bilan aksiyadorlar safidan Korean Stock Exchange joy egallagan.

8-jadval

O‘zbekistonda eng yirik investitsiya portfeliga ega bo‘lgan tijorat banklarining investitsiya portfeli tarkibi, mln.so‘m (2023-yil 1-yanvar holatiga)¹⁹

№	Bank nomi	Investitsion portfel, jami	Davlat qimmatli qog‘ozlari	Korporativ aksiyalar	Korporativ obligatsiyalar	Aksiyadorlik jamiyatlaridagi ulushlar	boshqa
1	Ipoteka-bank	4 165 502	4 030 305	22 512	0	107 158	5 527
2	Xalq banki	4 150 225	3 983 806	58 312	8 000	107	100 000
3	O‘zsanoat qurilish bank	2 990 977	2 747 025	0	5 780	69 290	168 883
4	O‘zmilliy bank	2 772 619	1 303 849	5 780	148 277	1 314 713	0
5	Asaka bank	2 387 381	1 207 194	0	7 000	25 625	1 147 562

Keltirilgan jadvalda eng yirik investitsiya portfeliga ega bo‘lgan 5 ta davlat ulushiga ega bo‘lgan tijorat banklarining ma’lumotlari keltirilgan. Bunda eng yuqori investitsiya portfeliga 4 030 305 mln.so‘mlik davlat qimmatli qog‘ozlari hisobiga Ipoteka bank egalik qilmoqda. Xalq banki ham 3 983 806 mln.so‘mlik

¹⁸ A.Ibodullayev. Uyushgan qimmatli qog‘ozlar bozorining tarkibiy tuzilmasida “Toshkent” Respublika fond birjasining tutgan o‘rni. <http://papers.conference.sbt.sue.uz/index.php/DIIEAS/article/view/114>

¹⁹ Tijorat banklari yillik hisobotlari assida muallif tomonidan tayyorlandi.

davlat qimmatli qog‘ozlari hisobiga ikkinchi eng yirik investitsiya portfeliga ega tijorat banki hisoblanadi. Milliy bank esa 1 303 849 mln.so‘m qiymatidagi davlat qimmatli qog‘ozlari va 1 314 713 mln.so‘mlik aksiyadorlik jamiyatlaridagi ulushlari hisobiga respublikadagi yirik tijorat banklaridan hisoblanadi.

Institutsional investor sifatida sug‘urta kompaniyalarining kapital bozoridagi faoliyatiga turli xil omillar ta’sir qiladi.

Quyida keltirilgan jadval ma’lumotlari shundan dalolat beradiki, sug‘urta kompaniyalarining fond bozoridagi faoliyatiga jamiyatda va iqtisodiyotda yuz berayotgan barcha siyosiy, iqtisodiy o‘zgarishlar ta’sirini o‘tkazadi. Bu esa, sug‘urta kompaniyalarining fond bozorida emissiya faoliyatini olib borishda bunday omillarni hisobga olish zaruriyatini keltirib chiqaradi.

O‘zbekiston Respublikasining “Sug‘urta faoliyati to‘g‘risida”gi qonunining 6-moddasida sug‘urta sohalari 2 ga, ya’ni “hayotni sug‘urta qilish (jismoniy shaxslarning hayoti, sog‘lig‘i, mehnat qobiliyati va pul jamg‘arish bilan bog‘liq manfaatlarini sug‘urta qilish) va umumiy sug‘urta (shaxsiy, mulkiy sug‘urta, javobgarlikni sug‘urta qilish, moliyaviy risklar sug‘urtasi hamda hayotni sug‘urta qilish sohasiga taalluqli bo‘lmagan boshqa sug‘urta turlari)”²⁰ ga bo‘lingan.

9-jadval

Sug‘urta kompaniyalarining fond bozoridagi faoliyatiga ta’sir etuvchi omillar tasnifi²¹

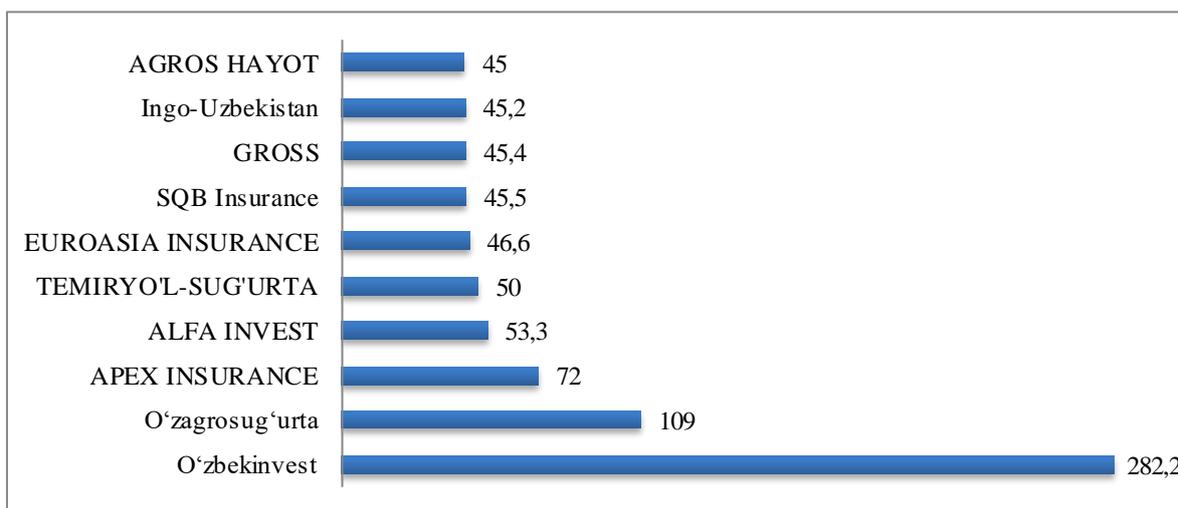
Umumiy omillar	Umumiy omillar tarkibi
Makroiqtisodiy omillar	<ul style="list-style-type: none"> •mamlakatda iqtisodiyotning umumiy holati; •me’yoriy-huquqiy hujjatlar; •inflyatsiya darajasi; •milliy valyutaning barqarorligi; •valyutani erkin konvertatsiya qilinishi; •bozor infratuzilmasi va boshqalar.
Fond bozoridagi umumiy holat	<ul style="list-style-type: none"> •fond bozori konyunkturasi; •fond bozorida axborot oshkoraligi; •emitentlarning moliyaviy holati; •fond bozorida sof raqobat muhitining mavjudligi va boshqalar
Sug‘urta bozorini rivojlantirish agentligi va Kapital bozorini rivojlantirish agentliklari tomonidan sug‘urta kompaniyalarining fond bozoridagi faoliyatini tartibga solish	<ul style="list-style-type: none"> •sug‘urta kompaniyalari qimmatli qog‘ozlar emissiyasini tartibga solish; •sug‘urta kompaniyalarining emissiya operatsiyalarini amalga oshirishga doir o‘rnatilgan me’yorlar
Sug‘urta kompaniyalarining fond bozoridagi faoliyati bilan bog‘liq siyosati	<ul style="list-style-type: none"> •sug‘urta menejmenti; •sug‘urta kompaniyalarining fond bozoridagi emissiya, dividend, investitsiya va professional faoliyati bilan bog‘liq siyosati va boshqalar
Tashqi omillar	<ul style="list-style-type: none"> •jahon iqtisodiyotidagi o‘zgarishlar; •siyosiy inqirozlar; •turli xil tabiiy ofatlar va boshqalar

Bugungi kunda O‘zbekiston sug‘urta bozorida 41 ta sug‘urta tashkiloti faoliyat ko‘rsatib, shundan 33 tasi umumiy sug‘urta sohasida va 8 tasi hayotni sug‘urta qilish sohasida²², 2022-yildan boshlab sug‘urta tashkilotlarining barchasi “Aksiyadorlik jamiyati” shaklida faoliyat yuritib kelmoqda.

²⁰ O‘zbekiston Respublikasining 2021-yil 23-noyabrdagi “Sug‘urta faoliyati to‘g‘risida”gi qonuni 6-modda <https://lex.uz/acts/5739117>

²¹ Tadqiqotlar natijasida muallif tomonidan ishlab chiqilgan.

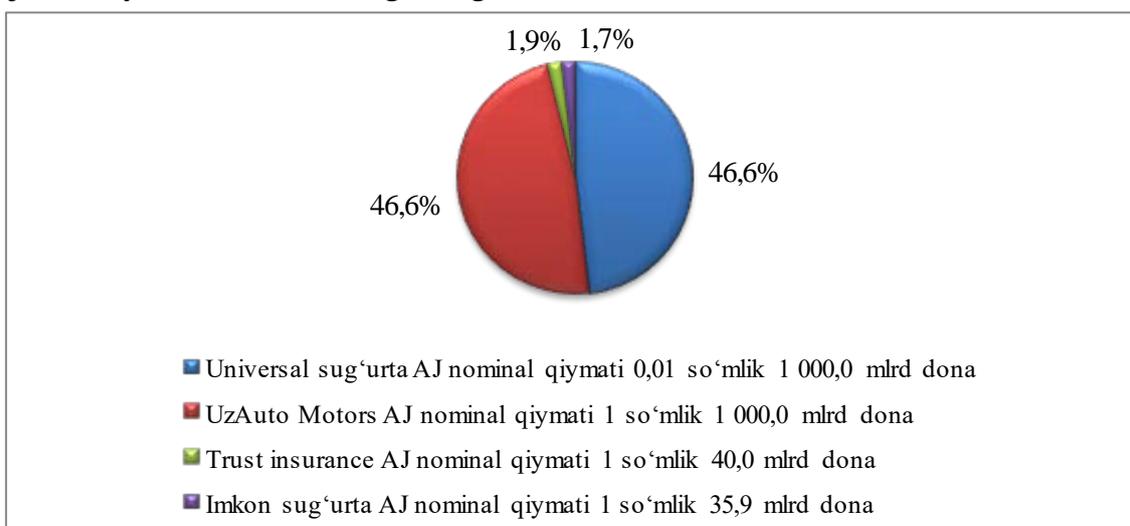
²² Moliya vazirligi huzuridagi Sug‘urta bozorini rivojlantirish agentligining 1 chorak ko‘rsatkichlari. Manba: www.imda.uz agentlikning rasmiy veb sayti



5-rasm. 2022-yil 1-iyul holatiga sug'urta kompaniyalari tomonidan chiqarilgan aksiyalar qiymati (mlrd.so'm)²³

Shu bilan birga respublikada joriy yilning 1-iyul holatiga faoliyat ko'rsatayotgan 42 dona sug'urta kompaniyalari tomonidan 1 829,0 mlrd.so'mlik nominal qiymatdagi jami — 2,7 trln dona aksiyalar emissiya qilingan.

Bugungi kunda qimmatli qog'ozlar bo'yicha jami – 909 052 ta deponent hisob raqamlari mavjud bo'lib, shundan: 65 383 tasi yuridik shaxslarga va 843 669 tasi jismoniy shaxslar hissasiga to'g'ri keladi.



6-rasm. Davlat ro'yxatidan o'tkazilgan qimmatli qog'ozlar soni bo'yicha yetakchilik qilayotgan aksiyadorlik jamiyatlari²⁴

2022-yil I yarim yil davomida aksiyadorlik jamiyatlari tomonidan chiqarilgan qimmatli qog'ozlarning jami miqdori 12,8 trln.so'm bo'lib, 2,2 trln.dona aksiyalar emissiyasi O'zbekiston Respublikasi Moliya vazirligi tomonidan davlat ro'yxatidan o'tkazildi.

²³ O'zbekiston Respublikasi Moliya vazirligining Kapital bozorini rivojlantirish departamentining O'zbekiston Respublikasi Kapital bozori va Davlat qimmatli qog'ozlari bozorining 2022-yil I yarim yillik davr uchun ma'lumotnomasi.

²⁴ O'zbekiston Respublikasi Moliya vazirligining Kapital bozorini rivojlantirish departamentining O'zbekiston Respublikasi Kapital bozori va Davlat qimmatli qog'ozlari bozorining 2022-yil I yarim yillik davr uchun ma'lumotnomasi.

6-rasm ma'lumotlaridan ko'rinib turibdiki davlat ro'yxatidan o'tkazilgan qimmatli qog'ozlar bo'yicha yetakchi o'rinni sug'urta kompaniyasi egallab turibdi. Bu esa institutsional investor sifatida kapital bozorida sug'urta kompaniyalarining ham o'rni katta ekanligidan dalolat beradi.

2022-yil 31-dekabr holatiga sug'urta tashkilotlari tomonidan iqtisodiyotga kiritilgan investitsiyalar hajmi 4,8 trln. so'mni tashkil etib, YaIM hajmiga nisbatan 0,5 foizni tashkil etgan.

Investitsiyalarning 2,9 trln. so'm yoki 60,4 foizi bank depozitlariga, 1,3 trln. so'm yoki 27,2 foizi aksiyalarga va qimmatli qog'ozlarga joylashtirilgan, 0,4 trln.so'm yoki 8,3 foizi ko'chmas mulk obyektlariga yo'naltirilgan, qolgan 4,1 foizi boshqa turdagi investitsiyalar.

Korporativ aksiya va obligatsiyalar hajmi 2022-yil yakuni bo'yicha 147,8 mlrd.so'mni tashkil qilgan.

Hisobot davri yakuni bo'yicha sug'urtalovchilar tomonidan O'zbekiston Respublikasidan tashqarida joylashtirilgan investitsiyalar hajmi 574,7 mlrd.so'mni (51,1 mln.dollar va 9,2 mln.rubl) tashkil qilgan.

2022-yil yakuni bo'yicha davlat qimmatli qog'ozlariga investitsiya mablag'lari kiritilmagan.

Xulosa qilib aytganda, tijorat banklari va sug'urta tashkilotlarining qimmatli qog'ozlar bozoridagi institutsional investor sifatidagi faoliyatlari yetarli darajada rivojlanmagan. Investitsiyalarning katta qismi bank depozitlariga joylashtirilgan. Investitsiya portfollarni diversifikatsiya qilish hamda tijorat banklarining qimmatli qog'ozlar bozoridagi vositachilik operatsiyalarni rivojlantirish orqali qo'shimcha daromadlar oshish imkoniyatlaridan kengroq foydalanish lozim.

Dissertatsiyaning "O'zbekiston kapital bozorida institutsional investorlar faoliyatini takomillashtirish yo'llari" deb nomlangan uchinchi bobida O'zbekistonda kapital bozorini rivojlantirishning asosiy muammolari, milliy kapital bozoriga xorijiy institutsional investorlarni jalb qilish yo'llari aniqlangan.

Investitsiya muhitini tubdan takomillashtirish, davlat aksiyalar paketini sotish jarayonlarini yanada chuqurlashtirish, davlatning iqtisodiyotdagi ishtirokini kamaytirish, xususiy mulk daxlsizligi, uning roli va ahamiyatini oshirish, shu jumladan davlat aktivlarini boshqarishning zamonaviy yondashuvlariga o'tish, kapital bozorini iqtisodiyotni rivojlantirishning yetakchi omillaridan biriga aylantirish mamlakat iqtisodiyotini barqaror rivojlantirishning muhim sharti hisoblanadi.

O'zbekiston Respublikasi Prezidentining Farmoniga muvofiq tasdiqlangan 2021-2023-yillarda kapital bozorini rivojlantirish dasturiga ko'ra bugungi kunda kapital bozorini yanada rivojlantirish, raqobat muhitini shakllantirish va fond bozori likvidligini oshirishni rag'batlantirish bilan bog'liq o'z yechimini kutayotgan bir qator dolzarb muammolar va kamchiliklar keltirilgan, ya'ni kapital bozorini rivojlantirish sohasida davlatning strategik rejalashtirish tizimi mavjud emas, erkin muomaladagi qimmatli qog'ozlarning mamlakat yalpi ichki mahsuloti hajmiga nisbatan ulushi past (0,3 foiz), fond bozorida amalga oshirilayotgan bitimlarning yuqori qismi (birjadagi hajmlarning 70 foizidan ortig'i) davlat ishtirokidagi korxonalar hissasiga to'g'ri kelmoqda, qimmatli qog'ozlar bozorining likvidligi past, davlat qimmatli qog'ozlari ikkilamchi bozorini rivojlantirish zaruriyati mavjud, amaliyotga joriy etilgan moliyaviy mahsulotlar turlari yetarli

emas, davlat aksiya paketlari “bitta aksiya bitta lot” tamoyili asosida sotilmaydi va xo‘jalik yurituvchi subyektlarning qimmatli qog‘ozlar bozorida mablag‘ jalb qilishga bo‘lgan qiziqishi past, kapital bozoriga uzoq muddatli moliyaviy resurslarga ega yirik institutsional investorlarni jalb qilish bo‘yicha ishlar sust olib borilmoqda, bozor infratuzilmasi zamonaviy axborot-kommunikatsiya tizimlari bilan yetarli darajada ta‘minlanmagan, shuningdek, ushbu sohada mahalliy tizimlarning imkoniyatlaridan samarasiz foydalanilmoqda, mintaqaviy darajada kapital bozori infratuzilmasi mutlaqo rivojlanmagan, kapital bozori sohasida bozor kapitallashuvini oshirish choralari faol ravishda ilgari surish va amalga oshirishga imkon beradigan yuqori malakali mutaxassislar yetishmaydi, sohani nomutanosib tartibga solishni nazarda tutuvchi hamda zamonaviy bozor talablariga va xalqaro standartlarga javob bermaydigan huquqiy hujjatlar ko‘p, korporativ munosabatlar zamonaviy yondashuvlar asosida tashkil etilmagan.

Ushbu kamchiliklar kapital bozorining ulkan salohiyatidan foydalanishga, uning kapitallashuvi va likvidligini lozim darajada ta‘minlashga, investitsiyalarni samarali jalb etishga, iqtisodiyot hamda davlat va jamiyat hayotining boshqa sohalari rivojiga to‘sqinlik qilmoqda va quyidagi vazifalarni amalga oshirish belgilangan, ya‘ni emitentlar sonini ko‘paytirish, yangi moliyaviy mahsulotlar va korporativ boshqaruvni takomillashtirish orqali taklifni oshirish, kapital bozori infratuzilmasini rivojlantirish, kapital bozorida axborot-kommunikatsiya texnologiyalaridan foydalanishni takomillashtirish, kapital bozorini huquqiy tartibga solish va nazorat qilish masalalarini takomillashtirish, investorlar bazasini kengaytirish va aholining moliyaviy savodxonligini oshirish, davlat qimmatli qog‘ozlari bozorini rivojlantirish, kapital bozori ishtirokchilarining malakasini oshirish, ularni o‘qitish va qayta o‘qitish tizimini yaratish.

Ayrim tadqiqotchilar fikricha, “global bozor bilan integratsiyalashuv kapital narxining pasayishi, kredit reytinglarining yaxshilanishi, milliy valyuta qadrining ortishi va real iqtisodiy o‘sish bilan bog‘liq deb hisoblaydilar”²⁵.

Xalqaro amaliyot ko‘rsatishicha, xorijiy investorlar tomonidan investitsiya kiritiladigan maqsadli mamlakatni aniqlashda mazkur mamlakatdagi boshqaruv sifati muhim ahamiyat kasb etadi. Masalan, korporativ boshqaruv sifati yuqori bo‘lgan mamlakat investorlari investitsiya kiritishda boshqaruv sifatiga hal qiluvchi omil sifatida qaraydi. Ayni paytda, korporativ boshqaruv rivojlanmagan davlat investorlari uchun investitsiya kiritish maqsad qilingan davlatdagi korporativ boshqaruv darajasi ahamiyatsiz bo‘lishi ham mumkin.

Masalan, “AQSHga investitsiya qilishning bosh omili moliya bozori sust rivojlangan mamlakat investorlarining rivojlangan bozorga investitsiya qilish istagi hisoblanadi”²⁶.

O‘z navbatida, institutsional investor orqali investitsiya qilishning qator afzalliklarini qayd etish o‘rinlidir. Jumladan:

oqilona diversifikatsiya orqali investitsiyalarni professional boshqarish. Bunday boshqaruvga resurslarini topshirgan investor bu investitsiya bo‘yicha uddaburon mutaxassislar bilan ishlayotganligiga amin bo‘lishi mumkin;

²⁵ Bekaert, G., Harvey, C., & Lumsdaine, R. (2002). Dating the integration of world equity markets. *Journal of Financial Economics*, 65, 203–247.

²⁶ Forbes K.J. 2010. Why do foreigners invest in the United States? *Journal of International Economics* 80 (1), 3-21.

institutsional investorlar ko'pgina xususiy investorlarning qo'yilmalariga qaraganda yuqori miqdorda buyurtma bergan holda ish olib borishlari sababli ular ko'proq strategik imkoniyatlarga ega bo'ladilar. Bundan tashqari, ular uchun birja va birjadan tashqari operatsiyalarni amalga oshirish uchun komission to'lovlar sezilarli darajada kamayadi.

“Ayrim iqtisodchilar moliya tizimi rivojlanishida bank, bozor va qimmatli qog'ozlarga asoslangan fazalarni farqlaydi”²⁷. Bank fazasida butun moliya banklar orqali taqsimlanadi, bozor fazasida qimmatli qog'ozlar bozori va institutsional investorlar rivojlana boshlaydi va qimmatli qog'ozlarga asoslangan fazada esa institutsional investorlar yetakchilik qiladi.

Institutsional investorlar odatda sezilarli darajada yuqori likvidlikka va bozor kapitallashuviga ega bo'lgan mamlakatlarga investitsiya kiritishni afzal ko'radilar. Shuningdek, institutsional investorlar risk va qaytimni baholashda uzoq muddatli davrga tayanishi bilan natijaviylikka asoslangan chakana treyderlardan farq qiladi.

Jahon amaliyoti ko'rsatishicha, islohotlarning borishi jarayonida yaxshi natijalarni ko'rsata olgan mamlakatlarga kiritilgan investitsiyalar bo'yicha past risk va yuqori daromadlilik kutiladi. Liberallashtirish, fiskal va tartibga solish tizimini isloh qilish borasida erishilgan muvaffaqiyatlar mamlakatga yirik portfel investitsiyalar oqimini ta'minlashi mumkin.

Fikrimizcha, rivojlanayotgan mamlakatlar kapital bozorini rivojlantirishda institutsional investorlar salohiyatidan to'laonli foydalanishlari uchun quyidagi ikki yo'nalishda ishni tashkil etishlari lozim:

1. Milliy institutsional investorlar tizimini shakllantirish. Bu yerda gap asosan investitsion banklar, pensiya fondlari, sug'urta kompaniyalari, investitsion fondlar (venchur, o'zaro fondlar, birja investitsion fondlari), suveren boylik fondlari kabilar haqida ketmoqda. Ayni paytda, market-maykerlik funksiyasini bajarish ham aynan institutsional investorlar zimmasiga tushadi.

2. Xorijiy institutsional investorlarni milliy kapital bozoriga faol jalb etish. Bu, birinchidan, milliy kapital bozorida malakali institutsional investorlar paydo bo'lishini ta'minlash, ikkinchidan, kapital bozori va unda ishtirok etuvchi emitentlarning sohaga oid xalqaro standartlarga rioya qilishga rag'batlantiradi. Fikrimizcha, iqtisodiyotning real va moliya sektori barqaror xo'jalik jamiyatlarining qimmatli qog'ozlari, xususan IPO va SPO yevroobligatsiyalarini joylashtirishda xorijiy institutsional investorlar salohiyatidan foydalanish maqsadga muvofiq sanaladi.

Xorijiy institutsional investorlarni jalb qilishda milliy xo'jalik subyektlarining hisob va moliyaviy hisobotlarning xalqaro standartlarini joriy etishlari, shaffoflik va axborot ochiqligini ta'minlash, korporativ boshqaruv tamoyillarini joriy etishni yanada takomillashtirish, institutsional investorlarning boshqaruvdagi ishtiroki orqali milliy kompaniyalar aksiyadorlik kapitali qiymatini oshirishga qaratilgan kompleks chora-tadbirlarni ishlab chiqish talab etiladi.

²⁷ Ryczynski T (1997), "A new look at the evolution of the financial system", in ed. J Revell "The recent evolution of financial systems", MacMillan, London.

XULOSA

Amalga oshirilgan ilmiy izlanishlar va tadqiqotlar natijasida quyidagi xulosa va takliflar shakllantirildi:

1. Kapital bozorida qimmatli qog'ozlar potensialidan samarali foydalanish, qimmatli qog'ozlar bozorida operatsiyalarni samarali tashkil etish bank kapitali tarkibini yaxshilashda, tijorat banklarining resurs va mijozlar bazasini kengaytirishda yordam beradi.

2. Kapital bozorini rivojlantirishda institutsional investorlar va fond bozorlari o'zaro faoliyatini takomillashtirish iqtisodiyot ravnaqi uchun zarur investitsiya mablag'larini jamlash hamda taqsimlash, real iqtisodiyotni moliyaviy resurslar bilan ta'minlash uchun zarur hisoblanadi.

3. Mamlakatimiz tijorat banklari kapital bozorida faoliyat yuritishni puxta amalga oshirishlari va ushbu bozor ishtirokchilarining ishonchli emitentlar, yirik sarmoyadorlar va tajribali investitsiya institutlari sifatida zarur darajadagi ishonchni qozonishlari kerak bo'ladi.

4. Bugungi kunda 42 ta sug'urta kompaniyalarining barchasi aksiyadorlik jamiyatlari (AJ) shaklida tashkil etilganligi ularning kapital bozoridagi faoliyatini yanada yaxshilashga imkoniyat yaratadi.

5. Institutsional investor sifatida kapital bozori ishtirokchisi sifatida sug'urta kompaniyalarining fond bozoridagi o'zaro faoliyat yo'nalishlarini tartibga soluvchi aniq bir me'yoriy-huquqiy hujjatning mavjud emasligidan kelib chiqib, qonun yoki qonunosti hujjatni ishlab chiqish va joriy etish lozim.

6. Tijorat banklarining Respublikamiz rivojlanayotgan qimmatli qog'ozlar bozorini institutsional mustahkamlash uchun imkoniyati, ularning aksariyati nafaqat aksiyalar, korporativ obligatsiyalar, bank sertifikatlari va veksellarni chiqarishga, institutsional investor sifatida ishtirok etishga, balki qimmatli qog'ozlar bozorining barcha toifadagi ishtirokchilarga keng ko'lamli xizmatlarni taqdim etish imkoniyatiga egadirlar.

7. Davlat va xo'jalik ulushi mavjud bo'lgan aksiyadorlik jamiyatlari aksiyalar paketlarini birlamchi va ikkilamchi ommaviy taklif (IPO va SPO) asosida sotishni tashkil etish, institutsional investorlarga uzoq muddatli kapital jalb qilinishiga, davlat ulushining qisqarishiga, korporativ boshqaruv tamoyillaridan biri bo'lgan faoliyat shaffofligiga va axborotlarni oshkoraligiga, investitsiyalarni jalb etishdagi rolini oshishiga xizmat qiladi.

8. Tijorat banklarida mavjud bo'lgan davlat ulushini kamaytirish lozim, bunda SPO – aksiyalarni ikkilamchi ochiq joylashtirish amaliyotini qo'llash maqsadga muvofiqdir. Bu o'z navbatida mamlakatimizda ikkilamchi fond bozori rivojlanishiga olib keladi.

9. Kapital bozoridagi mavjud risklarni sug'urtalash mexanizmi to'liq joriy qilinmaganini hisobga olib, yangi innovatsion sug'urta mahsulotlarini yaratish va ularning sonini ko'paytirish maqsadga muvofiqdir.

10. Institutsional investor sifatida sug'urta tashkilotlarining investitsiya portfelini ko'proq ulushini qimmatli qog'ozlarga yo'naltirish va u orqali sug'urta kompaniyalaridagi vaqtincha bo'sh turgan mablag'larni real ishlab chiqarishga yo'naltirish uchun fond bozorida likvidlik darajasi yuqori bo'lgan moliyaviy instrumentlarni ishlab chiqish va joriy etish lozim.

11. Sugʻurta kompaniyalarini investitsiya vositachisi sifatidagi faoliyatini rivojlantirish va undan keladigan samaradorlikni oshirish maqsadida anderraytinglik faoliyati bilan shugʻullanish taklifi. Shuningdek, sugʻurta kompaniyalari mazkur faoliyatni yoʻlga qoʻyish orqali fond bozoridagi muhitning yaxshilashga, rivojlantirishga hissa qoʻshadi.

12. Sugʻurta kompaniyalari aktivlarni boshqarish kompaniyalari bilan hamkorlik mexanizmini ishlab chiqish lozim. Bunday hamkorlik sugʻurta kompaniyalariga aktivlarni professional boshqarish orqali investitsiya daromadlarini oshirish va investitsiya portfelini boshqarish xarajatlarini kamaytirish imkonini beradi.

13. Yirik investitsiya loyihalarini moliyalashtirish maqsadida qimmatli qogʻozlarni chiqarish, joylashtirish va ulardan foydalanish masalalarida tijorat banklarining investitsiya boʻlinmalari rahbarlari va mutaxassislarining professional darajasini oshirish lozim.

14. Institutsional investor sifatida Oʻzbekistonda davlat kafolati ostida nodavlat pensiya fondlarini tashkil qilish, shuningdek byudjetdan tashqari Pensiya jamgʻarmasini ham kapital bozorida ishtirokini oshirish borasida vazifalarni aniq belgilab olish, buning uchun birinchi oʻrinda Pensiya jamgʻarmasini tashkiliy statusini oʻzgartirish maqsadga muvofiqdir.

Тема диссертации доктора философии (PhD) зарегистрирована под номером B2021.2.PhD/Iqt1707в Высшей аттестационной комиссии Республики Узбекистан

Диссертация выполнена в Ташкентском государственном экономическом университете.

Автореферат диссертации на трех языках (узбекский, русский, английский (резюме)) размещен на веб-странице Научного совета (www.bfa.uz) и информационно — образовательном портале «ZiyoNET» (www.ziyounet.uz).

Научный руководитель:	Жумаев Нодир Хосиятович доктор экономических наук, профессор,
Официальные оппоненты:	Бердияров Бахриддин Тавашарович доктор экономических наук, профессор, Ташмуродова Бувсара Эгамовна доктор экономических наук, профессор,
Ведущая организация:	Ташкентский филиал Российского экономического университета имени Г.В. Плеханова

Защита диссертации состоится в _____ часов «__» _____ 2023 г. на заседании Научного совета №DSc.9/31.08.2022.I.151.01 по присуждению ученых степеней при Банковско-финансовой академии Республики Узбекистан. Адрес: 100000, город Ташкент, Мирзо-Улугбекский район, ул. Мавераннахр, д. 16. Тел.: (99871) 237-54-09, факс: (99871) 237-50-11. e-mail: office@bfa.uz.

С диссертацией можно ознакомиться в Информационно-ресурсном центре Банковско-финансовой академии Республики Узбекистан (зарегистрирована под номером _____). Адрес: 100000, город Ташкент, Мирзо-Улугбекский район, ул. Мавераннахр, д. 16. Тел.: (99871) 237-54-09, факс: (99871) 237-50-11. e-mail: office@bfa.uz.

Автореферат диссертации разослан «__» _____ 2023 года.
(реестр протокола рассылки №__ от «__» _____ 2023 года.

Э.А.Хошимов

Заместитель председателя научного совета по присуждению ученых степеней, д.э.н., доцент

Ш.А.Хусаинов

Секретарь научного совета по присуждению ученых степеней, к.э.н.

С.Э.Элмирзаев

Председатель научного семинара при научном совете по присуждению ученых степеней, д.э.н., профессор

ВВЕДЕНИЕ (Аннотация диссертации доктора философии (PhD))

Актуальность и востребованность темы диссертации. В мире институциональными инвесторами реализуется ряд мер по профессиональному использованию инвестиционных средств на рынке капитала и расширению их деятельности в качестве инвесторов на финансовом рынке. На рынке капитала активно развивается деятельность банков и страховых компаний как институциональных инвесторов. «В 2022 году показатели деятельности страховых компаний как институциональных инвесторов не изменились по сравнению с 2021 годом, то есть доля облигаций в инвестициях составляла 69,4 процента в 2022 году и 64,6 процента в 2021 году, а на акции и денежные средства приходилось 10,4 и 9,7 процента»¹. Для этого необходимо развитие системы институциональных инвесторов на рынке капитала.

В мире международные научные центры и исследовательские институты уделяют внимание исследованиям по государственному регулированию деятельности коммерческих банков и страховых компаний на рынке капитала, а также их деятельности в качестве институциональных инвесторов на фондовом рынке. Кроме того, проводятся научные исследования по таким направлениям, как дивидендная политика институциональных инвесторов, деятельность на фондовом рынке, страхование рисков на нем, создание конкурентной среды между ними, привлечение дополнительных и дешевых финансовых ресурсов, увеличение количества финансовых инструментов, отвечающих инвестиционным принципам.

В стратегии развития нового Узбекистана поставлена задача «Цель 27 – увеличение финансовых ресурсов в экономике, увеличение оборота фондового рынка с 200 миллионов долларов США до 7 миллиардов долларов США в ближайшие 5 лет»². В Стратегии развития определены такие конкретные задачи, как поэтапная либерализация движения капитала в нашей стране и привлечение крупных предприятий и их акций (долей), в том числе потоков иностранного капитала через фондовую биржу, преимущественно в среднесрочной и долгосрочной перспективе, разрешение покупки нерезидентами государственных ценных бумаг, повышение ликвидности на рынке корпоративных ценных бумаг, привлечение иностранных инвесторов и международных финансовых институтов к процессам приватизации предприятий с государственным участием. Для обеспечения реализации данных задач важно обоснование научных предложений и практических рекомендаций по развитию деятельности институциональных инвесторов, повышению их активности на рынке капитала.

Данное диссертационное исследование в определенной степени служит реализации задач, определенных в указах Президента Республики Узбекистан №УП-60 от 28 января 2022 года «О стратегии развития Нового

¹ <https://www.oecd.org/pensions/Insurance-Markets-in-Figures-2022.pdf>

² Указ Президента Республики Узбекистан №УП-60 от 28 января 2022 года «О стратегии развития Нового Узбекистана на 2022-2026 годы».

Узбекистана на 2022-2026 годы», № УП-6207 от 13 апреля 2021 года «О мерах по дальнейшему развитию рынка капитала», постановлениях Президента Республики Узбекистан № ПП-102 от 24 марта 2023 года «О дополнительных мерах по сокращению государственного участия в экономике», № ПП-5073 от 2 августа 2019 года «О мерах по дальнейшему совершенствованию системы регулирования рынка капитала», № ПП-4412 от 2 августа 2019 года «О мерах по реформированию и обеспечению ускоренного развития страхового рынка Республики Узбекистан», постановлениях Кабинета Министров Республики Узбекистан № 358 от 26 апреля 2019 года «Об организации проведения первичного и вторичного публичных предложений акций (IPO и SPO) на фондовой бирже, постановление № 82 о внесении дополнений и изменений в постановление Кабинета Министров Республики Узбекистан № 1016 от 21 февраля 2022 года «О мерах по организации выпуска государственных казначейских обязательств и облигаций Республики Узбекистан», а также других нормативно-правовых документах, относящихся к данной сфере.

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

Степень изученности проблемы. Научно-методические и практические аспекты вопросов, связанных с развитием системы институциональных инвесторов на рынке капитала нашли своё отражение в научных работах таких ученых-экономистов, как М.Джонк, Э.Долан, В.Цибульникова, Н.Берзона, О.Лаврушин, Б.Рубцов, А.Килячков, Л.Чалдаева, Г.Белоглазова, Л.Кроливецкая, Н.Иванов, Н.Журавлева, Д.Лопаткин, Л.Улыбина³.

В научных исследованиях и работах отечественных ученых-экономистов, таких как И.Бутиков, Ш.Абдуллаева, Т.Бобакулов, Т.Қоралиев, О.Саттаров, А.Омонов, С.Элмирзаев, У.Ортиков, В.Котов, Ш.Тешаев, М.Хамидулин, Ш.Шохаъзамий, Ф.Мухамедов, А.Хужамуродов, Х.Х.Худойкулов, Н.Р.Турсунова, Ж.И.Каримкулов, А.А.Шомиров⁴ и других

³ Джонк М.Д. Основы инвестирования. – М.: Издательство «Дело», 1997. – С.41-44., Долан Э. Деньги, банковское дело и денежно-кредитная политика. Пер.с англ. М: Кемпбелл, 1996. – 448 с; Рынок ценных бумаг: учебное пособие/ В.Ю.Цибульникова.–Томск: ФДО, ТУСУР, 2016. – 167 с., Рынок ценных бумаг: учебник для академического бакалавриата / под общ. ред. Н.И.Берзона. – 4-е изд., пераб. и доп. – М.: Издательство Юрайт, 2019. – 443 с., Лаврушин О.И. Основы банковского дела: учебное пособие/коллектив авторов. 4-е издание. – М.: Кнорус, 2018. – 386с.; Рубцов Б.Б. Современные фондовые рынки. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2006. – 442с.; А.А.Килячков, Л.А.Чалдаева Рынок ценных бумаг и биржевое дело. – М.: Юристь, 2005. – 687 с.; Банковское дело. Учебник для вузов. 2-е изд. /Под ред. Г.Белоглазовой, Л.Кроливецкой. – СПб.: Питер, 2008. – 400.; Иванов Н.И. «Инвестиционная деятельность страховых организаций на рынке ценных бумаг», дис. канд. экон. наук: 08.00.10 – Москва, 2006. – 165 с.; Журавлева Н.В, Лопаткин Д.С.. Анализ мирового рынка взаимного страхования, Текст научной статьи по специальности «Экономика и бизнес», 2014 – 7 с.; Улыбина Л.К., «Глобализации» issue 3 (127), 2014. – Рр. 69–77.

⁴Бутиков И.Л., Рынок ценных бумаг Узбекистана: новые горизонты, Finance.uz, 2019.; Абдуллаева Ш.З. Пул ва банклар. –Т.; 2010. 425 б.; Бобакулов Т.И. Ўзбекистон Республикасида миллий валюта курсининг барқарорлигини таъминлаш борасидаги муаммолар ва уларни ҳал қилиш йўллари. и.ф.д. илм. даража. Олиш

ученых всесторонне изучены такие вопросы, как рынок капитала и активность институциональных инвесторов на рынке капитала.

Несмотря на проведенные исследования и теоретические изыскания по развитию системы институциональных инвесторов на рынке капитала, данная тема не изучена комплексно и системно. Это положение определяет уровень актуальности исследуемых научно-практических проблем и предложений и рекомендаций по их устранению.

Связь темы диссертации с планами научно-исследовательской работы высшего образовательного учреждения, где выполнена диссертация. Данное диссертационное исследование выполнено в соответствии с планом научно-исследовательских работ Ташкентского государственного экономического университета в рамках темы «Совершенствование научно-методических основ и методологий обеспечения макроэкономической стабильности и прогнозирования социально-экономического развития в Узбекистане».

Целью исследования является разработка научно-теоретических, практических и методических предложений и рекомендаций, направленных на совершенствование деятельности институциональных инвесторов на рынке капитала Узбекистана.

Задачи исследования:

раскрытие сущности операций институциональных инвесторов на рынке капитала;

изучение правовых основ деятельности институциональных инвесторов на рынке ценных бумаг;

изучение зарубежного опыта институциональных инвесторов на рынке ценных бумаг;

анализ деятельности коммерческих банков и их показателей на рынке капитала Узбекистана;

анализ деятельности страховых организаций как институциональных инвесторов на рынке капитала Узбекистана;

учун баж. дис. авт. –Т.: 2008, БМА, 36 б.; Қоралиев Т.М. Сагтаров О.Б. ва бошқалар. Тижорат банклари фаолияти тахлили. Ўқув кўлланма. –Т.: «Иқтисод-Молия», 2013. 192 б.; Омонов А.А. Тижорат банкларининг ресурсларини самарали бошқариш масалалари. Монография. «Фан ва технологиялари», 2010 йил, 210 б.; Элмирзаев С.Э. Капитал бозори. Дарслик. – Т.: «Nihol print» ОК, 2022. – 192 б.; Ортиқов У.Д. Банк ресурслари ва уларни бошқариш. и.ф.н. илмий даражасини олиш учун тақдим этилган диссертация автореферати. ЎзРБФА. –Т., 2008. -20 б.; Бутиков И.Л. Рынок ценных бумаг. –Т.: Консаудитинформ. 2001. - 850 с.; Котов В.А., Тешаев Ш.Ж., Хамидулин М.Б. Рынок капитала Узбекистана: вчера, сегодня, завтра. –Т.: Молия, 2002. -268 с.; Шохазамий Ш.Ш. Финансовый рынок и ценные бумаги. Книги II. Учебник. –Т.: Iqtisod-moliya, 2005. -829 с.; Мухамедов Ф.Т. «Ўзбекистонда қимматли қоғозлар савдо тизимларини ривожлантириш йўналишлари» // Иқтисод фанлари доктори (DSc) илмий даражасини олиш учун тақдим этилган диссертация автореферати. – Т., 2019. – 60 б.; Хўжамуродов А. Иқтисодиётни модернизациялаш шароитида фонд бозори инфратузилмасини такомиллаштириш. и.ф. бўйича фал. док. (PhD) дисс. Авто. –Т.: ТМИ, 2019. 26 б., ХудойкуловХ.Х. Акциядорлик жамиятларининг капитал қийматини баҳолашнинг методологик асосларини такомиллаштириш: DSc – Тошкент, 2021. – 17 б.; Турсунова Н.Р. Корпоратив молияни бошқаришда молиявий таъминотни самарали ташкил этиш йўллари: дисс. автореферати. PhD – Тошкент, 2019. – 15 б.; Ж.Каримкулов «Ўзбекистон иқтисодиётида қимматли қоғозлар бозори ролини ошириш йўллари». Диссертация ИФН. -Т. 2012 й. 120 б.; Шомиров А.А. Акциядорлик жамиятлар молиявий ресурсларини бошқариш самарадорлигини ошириш йўллари: дисс. автореферати. PhD – Тошкент, 2019. –21 б.

анализ эффективности деятельности институциональных инвесторов на рынке ценных бумаг;

раскрытие путей развития деятельности институциональных инвесторов на рынке капитала;

разработка научных и практических рекомендаций по совершенствованию деятельности институциональных инвесторов на рынке капитала на основе мирового опыта.

Объектом исследования является механизм участия институциональных инвесторов на рынке капитала.

Предметом исследования являются финансовые отношения, возникающие в процессе деятельности институциональных инвесторов на рынке капитала.

Методы исследования. В диссертации использованы методы обобщения, анализа, синтеза, группировки статистических данных, сравнительного анализа, сравнения.

Научная новизна исследования заключается в следующем:

предлагается приватизировать пакеты акций акционерных обществ с долей государства в 50 и более процентов в уставном капитале путем первичного (IPO) и вторичного (SPO) публичного размещения;

обосновано создание самоуправляемого общественного объединения профессиональных участников рынка капитала, представляющего интересы своих членов;

предлагается организовать (реорганизовать) организационно-правовую форму действующих в нашей республике и вновь создаваемых страховых организаций в форме акционерных обществ в целях обеспечения активного участия страховых организаций в качестве институциональных инвесторов на рынке капитала;

доказано увеличение уставного капитала организаций с государственным участием за счет дополнительной эмиссии акций организаций с государственным участием при условии реализации их частным, в том числе иностранным, институциональным инвесторам.

Практические результаты исследования заключаются в следующем:

принимая во внимание высокую долю государства в компаниях, что является одним из основных факторов, сдерживающих активность институциональных инвесторов на рынке капитала, разработаны практические рекомендации по приватизации государственных активов;

в целях совершенствования деятельности страховых организаций как институциональных инвесторов на фондовом рынке раскрыты преимущества введения в состав инструментов фондового рынка приемлемых видов инструментов;

обосновано создание общественного объединения с целью комплексной правовой и экономической защиты участников рынка капитала;

обоснованы предложения и рекомендации по роли коммерческих банков и страховых компаний как институциональных инвесторов на рынке капитала Узбекистана и дальнейшему расширению их участия.

Достоверность результатов исследования обусловлена получением реализованных методов из официальных источников международных и национальных рейтинговых организациях, обоснованностью данными Министерства финансов Республики Узбекистан, Агентства по развитию страхового рынка при Министерстве финансов, Республиканской фондовой биржи «Ташкент» и Центрального банка Республики Узбекистан.

Научная и практическая значимость результатов исследования. Научная значимость результатов исследования объясняется тем, что они могут быть использованы в специальных научно-исследовательских работах, связанных с развитием системы институциональных инвесторов на рынке капитала Узбекистана, направляя временно свободные заемные средства институциональных инвесторов в реальное производство через рынок капитала, а также совершенствование деятельности институциональных инвесторов.

Практическая значимость результатов исследования обусловлена тем, что научные предложения и практические рекомендации, разработанные в ходе исследования, могут быть использованы при разработке принятых нормативно-правовых документов для дальнейшего развития деятельности институциональных инвесторов на рынке капитала.

Внедрение результатов исследования. На основе разработанных научных предложений и практических рекомендаций по развитию системы институциональных инвесторов на рынке капитала Узбекистана:

предложение приватизировать пакеты акций акционерных обществ с долей государства в 50 и более процентов в уставном капитале путем первичного (IPO) и вторичного (SPO) публичного размещения нашло своё отражение в указе Президента Республики Узбекистан № УП-6207 от 13 апреля 2021 года «О мерах по дальнейшему развитию рынка капитала» (справка №06/46-35-/52 Министерства финансов Республики Узбекистан от 17 января 2023 года). В результате было принято постановление Кабинета Министров Республики Узбекистан от 15 августа 2022 года № 446 о первичном и вторичном публичном размещении акций акционерных обществ с более чем 20 государственными акциями на фондовом рынке и была утверждена «дорожная карта»;

предложение по созданию самоуправляемого общественного объединения профессиональных участников рынка капитала, представляющего интересы своих членов, нашло своё отражение в указе Президента Республики Узбекистан № УП-6207 от 13 апреля 2021 года «О мерах по дальнейшему развитию рынка капитала» (справка №06/46-35-/52 Министерства финансов Республики Узбекистан от 17 января 2023 года). В этом случае комплексная и надежная защита прав институциональных инвесторов, совершенствование инфраструктуры рынка капитала позволит значительно увеличить объем долгосрочных иностранных инвестиций, осуществляемых институциональными инвесторами в Узбекистан;

предложение организовать (реорганизовать) организационно-правовую форму действующих в нашей республике и вновь создаваемых страховых организаций в форме акционерных обществ в целях обеспечения активного

участия страховых организаций в качестве институциональных инвесторов на рынке капитала нашло своё отражение в Законе Республики Узбекистан №ЗРУ-730 от 23 ноября 2021 года «О страховой деятельности» (справка №02/2-05-493 Законодательной палаты Олий Мажлиса Республики Узбекистан от 14 апреля 2023 года и справка №06/46-35-/52 Министерства финансов Республики Узбекистан от 17 января 2023 года). В результате была организована (реорганизована) деятельность 41 страховой компании, действующей в Узбекистане, в форме акционерных обществ и обеспечено активное участие на рынке капитала в качестве институциональных инвесторов;

предложение по увеличению уставного капитала организаций с государственным участием за счет дополнительной эмиссии акций организаций с государственным участием при условии реализации их частным, в том числе иностранным, институциональным инвесторам, нашло свое отражение в постановлении Президента Республики Узбекистан №ПП-4412 от 2 августа 2019 года «О мерах по реформированию и обеспечению ускоренного развития страхового рынка Республики Узбекистан» (справка №02/2-05-493 Законодательной палаты Олий Мажлиса Республики Узбекистан от 14 апреля 2023 года и справка №06/46-35-/52 Министерства финансов Республики Узбекистан от 17 января 2023 года). В результате определена полная продажа государственных пакетов акций (долей) 1115 предприятий в частный сектор, а также привлечены на рынок капитала крупные институциональные инвесторы, обладающие долгосрочными финансовыми ресурсами.

Апробация результатов исследования. Результаты данного исследования прошли обсуждение на 22 республиканских и международных научно-практических конференциях.

Опубликованность результатов исследования. Всего по теме диссертации опубликовано 22 научные работы, в том числе 6 статей в научных журналах, рекомендованных Высшей аттестационной комиссией Республики Узбекистан для публикации основных результатов докторских диссертаций и 2 научные статьи в зарубежных журналах.

Структура и объем диссертации. Структура диссертационной работы состоит из введения, трех глав, заключения, списка использованной литературы и приложений. Объем исследования составляет 120 страниц.

ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ ДИССЕРТАЦИИ

Во **введении** диссертации обоснованы актуальность и значение исследования, определены его цель и основные задачи, объект и предмет диссертации, показано соответствие приоритетным направлениям развития науки и технологий в республике, обоснована научная новизна и изложены практические результаты, раскрыты научное и практическое значение полученных результатов, представлены данные о внедрении результатов исследования в нормативно-правовые документы Республики Узбекистан и апробации результатов исследования, а также приведены сведения об опубликованных работах и структуре диссертации.

В первой главе диссертации **«Теоретико-методические основы развития системы институциональных инвесторов на рынке капитала»** раскрыты роль и значение институциональных инвесторов в развитии рынка капитала, их особенности, передовой зарубежный опыт развития системы институциональных инвесторов и возможности их использования.

Система финансового посредничества играет важную роль в правильном распределении ресурсов и трансформации сбережений в инвестиции в условиях риска и неопределенности. Финансовые посредники способны более эффективно распоряжаться финансовыми ресурсами, чем их владельцы, одной из причин этого является их глубокая специализация в данной сфере. Несмотря на это, финансовые институты также со временем развились и стали важной институциональной базой для развития рынка капитала той или иной страны как институциональные инвесторы, активно участвующие в инвестировании сбережений.

Развитие национального рынка капитала и формирование системы институциональных инвесторов, которая является институциональной основой его эффективной работы, чтобы не быть привязанным только к банковской системе в поддержке инвестиций в нашей республике, являются актуальными вопросами. Развитие национального рынка капитала и формирование системы институциональных инвесторов, которая является институциональной основой его эффективной деятельности, чтобы не быть привязанными только к банковской системе в поддержке инвестиций в нашей республике, являются актуальными вопросами.

В отчетах Организации экономического сотрудничества и развития упоминается термин «институциональные инвесторы», в соответствии с которым к категории институциональных инвесторов относятся финансовые учреждения, которые получают средства от третьих лиц, а затем инвестируют их от своего имени в интересах этих лиц⁵.

Точно такой же подход наблюдается и в научных работах экономистов группы Всемирного банка. В частности, к институциональным инвесторам

⁵ OECD (2013). Role of Banks, Equity Markets and Institutional Investors in Long-Term Financing for Growth and Development — OECD 2013, P.15.

относятся страховые компании, пенсионные фонды и взаимные (mutual) инвестиционные фонды⁶.

В последнее время в финансовой системе развитых и развивающихся стран усилилась конкуренция между банками и институциональными инвесторами. На наш взгляд, подобная ситуация служит, во-первых, повышению эффективности финансовой системы, во-вторых, стимулированию финансовых инноваций. Конечно, в зависимости от выбранной странами модели финансовой системы уровень развития институциональных инвесторов может различаться. Например, в англосаксонских странах институциональные инвесторы стали важнейшими финансовыми посредниками, тогда как в восточноевропейских странах роль институциональных инвесторов незначительна.



Рисунок 1. Виды инвесторов на фондовом рынке⁷

В качестве основных видов институциональных инвесторов изначально были выделены институты коллективного инвестирования, пенсионные фонды и страховые компании, однако впоследствии состав институциональных инвесторов обогатился новыми институтами и возникла необходимость в современном подходе к их классификации (рисунок 2).

Финансовые рынки в современных условиях состоят из сложных структур, к которым относятся денежный рынок, кредитный рынок, валютный рынок, фондовый рынок и другие финансовые рынки. Коммерческие банки являются активными участниками не только фондового рынка, но и всех составляющих рынка капитала.

⁶ Dimitri Vittas. (1998) Institutional Investors and Securities Markets. Which comes First? The World Bank. Development Research Group. Finance, December 1998.

⁷ Разработано исследователем.



Рисунок 2. Современная классификация институциональных инвесторов⁸

На фондовом рынке коммерческие банки одновременно осуществляют эмиссионные операции в качестве эмитентов и инвестиционные операции в качестве инвесторов, кроме того, они также осуществляют операции купли-продажи в качестве финансовых посредников на фондовом рынке в соответствии с пожеланиями эмитентов и инвесторов.

На сегодняшний день страхование также является одной из самых быстроразвивающихся отраслей. Страховая компания, как и другие финансовые институты (банки, биржи, инвестиционные фонды и прочие), является составной частью финансового рынка страны и является одним из основных и важных звеньев системы государственных финансов. Принцип накопления и распределения определенных уровней денежных потоков страховых компаний определяет структуру и состав их капитала. Тот факт, что страховые компании занимаются не своей основной деятельностью, является процессом, непосредственно связанным с фондовым рынком.



Рисунок 3. Виды деятельности страховых компаний на фондовом рынке⁹

Финансовые ресурсы страховых организаций подразумевают денежные доходы и поступления, используемые страховой организацией для осуществления страховых и перестраховочных операций, а также дивиденды, инвестиции, материальное стимулирование работников, повышение и

⁸ Разработано исследователем.

⁹ Разработано исследователем

совершенствование качества страховых продуктов, в период с момента заключения договоров страхования до исполнения обязательств по ним.

Таблица 1

Структура страхового рынка Республики Узбекистан¹⁰

Структура страхового рынка	01.01.2021	01.01.2022	Изменение, в %
Количество страховых компаний	40	42	105
из них, страховые компании по страхованию жизни	8	8	100
Количество страховых брокеров	5	5	100
Количество актуариев	5	5	100
Количество страховых агентов	8900	9536	107
из них, юридические лица (ИП, ООО и прочие)	2639	2774	105
Количество страховых (перестраховочных) организаций, входящих в состав фонда гарантирования страховых выплат	19	23	121
Всего уставный капитал, в млн.сумов	1439193	1545784	107,4

Интерес и спрос на застрахованные ценные бумаги будут относительно высокими для брокеров фондового рынка, трейдеров и фондовых бирж. Застрахованные ценные бумаги, как правило, имеют более высокую финансовую устойчивость, чем незастрахованные ценные бумаги.

Во второй главе диссертации «Современное состояние деятельности институциональных инвесторов на рынке капитала Узбекистана» рассмотрены нормативно-правовые аспекты деятельности институциональных инвесторов на рынке капитала Узбекистана, деятельность банков как институциональных инвесторов на рынке капитала, проанализирована инвестиционная деятельность страховых компаний на рынке капитала и сформулированы соответствующие выводы.

Таблица 2

Основные показатели рынка капитала Узбекистана¹¹

№	Название показателей	Единица измерения	2018 г.	2019 г.	2020 г.	2021 г.	2022 г.
1.	Рыночная капитализация, основанная на свободном обращении ценных бумаг	Трлн.сумов	59,64	99,70	149,78	153,83	167,64
	Общая стоимость ценных бумаг в свободном обращении	в % по отношению к ВВП	13,98	18,72	24,74	20,83	18,87
2.	Общая стоимость корпоративных акций в свободном обращении	Трлн.сумов	59,44	99,21	149,50	153,05	166,76
		в % по отношению к ВВП	13,93	18,62	24,69	20,73	18,77
3.	Общая стоимость корпоративных облигаций в свободном обращении	Трлн.сумов	0,20	0,49	0,28	0,78	0,87
		в % по отношению к ВВП	0,05	0,09	0,05	0,11	0,10
4.	Общая стоимость государственных ценных бумаг	Трлн.сумов	47,37	74,56	127,60	125,32	134,58
		в % по отношению к ВВП	11,10	14,00	21,07	16,97	15,15

¹⁰ Разработано автором на основе данных Министерства финансов Республики Узбекистан.

¹¹ Разработано автором на основе данных веб-сайта Министерства экономики и финансов Республики Узбекистан www.imv.uz.

Анализируя данные таблицы, мы видим, что основные показатели рынка капитала имеют тенденцию к увеличению из года в год. В частности, рыночная капитализация по свободно обращающимся ценным бумагам в 2018 году составила 59,6 трлн. сумов, а к 2022 году увеличилась до 167,6 трлн. сумов, т.е. в 2,1 раза. Общая стоимость ценных бумаг в свободном обращении в 2018 году составила 13,9 процента ВВП, а к концу 2022 года увеличилась до 18,8 процента. В 2018 году общая стоимость государственных ценных бумаг (включая долю государства в акционерных обществах) составила 47,3 трлн. сумов, что составляло 11,1 процентов ВВП, а на конец 2022 года стоимость выросла и составила 134,5 трлн. сумов или 15,1% ВВП, что является хорошим показателем.

В последние годы в нашей стране проводятся определенные меры по реформированию рынка капитала нашей страны, в частности, совершенствованию системы регулирования отрасли, широкому внедрению рыночных отношений, увеличению выпуска ценных бумаг, укреплению правовой базы отношений между участниками рынка капитала, привлечению инвестиций в сектор, развитию определенной инфраструктуры рынка капитала путем внедрения современных технологий.

Таблица 3

Целевые показатели, которые должны быть достигнуты в результате реализации программы развития рынка капитала в 2021-2023 годах¹²

№	Название показателей	Единица измерения	2020 год	2021 год	2022 год	2023 год
1	Рыночная капитализация, основанная на свободном обращении ценных бумаг	трлн. сумов	1,9	4,9	14,5	45
2	Общая стоимость ценных бумаг в свободном обращении	в процентах (по отношению к ВВП)	0,3	0,7	1,9	5
3	Общая стоимость корпоративных облигаций	трлн. сумов	0,16	0,75	1,88	3,94
		в процентах (по отношению к ВВП)	0,03	0,1	0,3	0,5
4	Количество населения и хозяйствующих субъектов, подлежащих охвату программой «Финансовая и инвестиционная грамотность»	единиц	-	5 000	20 000	40 000
5	Количество инвестиционных счетов	депо счета, активные в течение года	4 000	6 000	10 000	20 000
6	Часть проектов в рамках региональных инвестиционных программ, финансируемых за счет выпуска ценных бумаг	в процентах (по отношению к стоимости региональной инвестиционной программы)	-	1	3	5

¹² Приложение 2 к указу Президента Республики Узбекистан №УП-6207 от 13 апреля 2021 года «О мерах по дальнейшему развитию рынка капитала».

В целях дальнейшего развития рынка капитала и увеличения выпуска ценных бумаг и привлечения инвесторов был принят указ Президента Республики Узбекистан от 13 апреля 2021 года «О мерах по дальнейшему развитию рынка капитала», и в соответствии с указом принята программа развития рынка капитала на 2021-2023 годы. Согласно программе поставлена задача повысить конкурентоспособность рынка капитала и довести его капитализацию до 45 трлн. сумов к концу 2023 года, создать эффективный механизм финансирования, являющийся альтернативой банковскому кредитованию.

Таблица 4

Данные по активам институциональных инвесторов на рынке капитала Узбекистана¹³

№	Название показателя	Единица измерения	2018 г.	2019 г.	2020 г.	2021 г.	2022 г.
1.	Рыночные активы страховых организаций на рынке капитала (размер инвестиционных портфелей)	Трлн.сумов	0,10	0,11	0,19	0,25	0,73
		в % по отношению к рыночной капитализации на основе рынка капитала	5,71	7,45	8,98	9,22	24,36
2.	Активы коммерческих банков на рынке капитала (размер инвестиционных портфелей)	Трлн.сумов	1,68	1,35	1,90	2,49	2,26
		в % по отношению к рыночной капитализации на основе рынка капитала	93,93	92,08	90,69	90,52	75,39
3.	Активы инвестиционных фондов на рынке капитала (размер инвестиционных портфелей)	Трлн.сумов	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
		в % по отношению к рыночной капитализации на основе рынка капитала	0,362	0,469	0,331	0,258	0,249
4.	Активы пенсионных фондов на рынке капитала (размер инвестиционных портфелей)	Трлн.сумов	0	0	0	0	0
		в % по отношению к рыночной капитализации на основе рынка капитала	0	0	0	0	0

Если проанализировать состояние участия институциональных инвесторов на рынке капитала в Узбекистане, то можно увидеть активное участие коммерческих банков, страховых компаний и других инвестиционных фондов в качестве институциональных инвесторов. Поскольку пенсионный фонд не участвует на рынке капитала в качестве институционального инвестора, его активы на рынке капитала равны нулю. Коммерческие банки считаются активными участниками рынка капитала в качестве институциональных инвесторов, а объем активов в 2018 году составил 1,68 трлн. сумов, к 2022 году достиг 2,26 трлн. сумов и демонстрирует тенденцию к росту.

Согласно постановлению Президента Республики Узбекистан от 13 апреля 2021 года «О мерах по дальнейшему совершенствованию системы

¹³ Разработано автором на основе данных, полученных с официального веб-сайта Республиканской фондовой биржи «Ташкент» www.uzse.uz.

регулирования рынка капитала¹⁴ уполномоченным государственным органом (регулятором) по регулированию и развитию рынка капитала и регулированию рынка ценных бумаг на государственном уровне является Министерство финансов Республики Узбекистан.

Кроме того, определены показатели, которые должны быть достигнуты в результате реализации программы развития рынка капитала в 2021-2023 годах.

Важнейшим показателем является увеличение доли общей стоимости свободно обращающихся ценных бумаг в ВВП на 5 процентов к 2023 году. К 2023 году планируется увеличить долю общей стоимости корпоративных облигаций до 0,5 процента ВВП.

Таблица 5

Данные по объему фондового рынка, количеству сделок и их структуре¹⁵

№	Название показателей	Единица измерения	2018 г.	2019 г.	2020 г.	2021 г.	2022 г.
1	Объем торговли на фондовой бирже	Трлн.сумов	0,69	0,44	0,58	1,26	4,82
2	Количество сделок на фондовом рынке	Штук	13750	32816	36062	71489	80723
3	Торговля акциями в подписанных сделках	Трлн.сумов	0,00	0,00	0,50	1,15	4,71
		в % по отношению ко всем подписанным сделкам	0,00	0,00	87,24	90,91	97,71
4	Торговля облигациями в подписанных сделках	Трлн.сумов	0,00	0,00	0,07	0,11	0,11
		в % по отношению ко всем подписанным сделкам	0,00	0,00	11,65	9,00	2,29

В последние годы в Узбекистане из года в год развивается торговля государственными ценными бумагами, а также торговля ценными бумагами, выпущенными другими акционерными обществами и размещенными на открытом рынке.

В 2018 году на фондовой бирже было заключено 13 750 сделок на сумму 0,69 трлн. сумов, а к 2022 году было совершено 80 723 сделки на сумму 4,82 трлн. сумов. Из подписанных сделок очевидно, что продажи облигаций также начались с 2020 года.

Рынок капитала осуществляет сбор свободных денежных средств, превращение их в капитал через существующую инфраструктуру, а затем его распределение между участниками производственных процессов или процессов оказания услуг (банками, предприятиями, фирмами, а также населением страны), проводит торговые операции с ценными бумагами, включая акции и облигации. Сложность выяснения сущности понятия

¹⁴ Постановление Президента Республики Узбекистан № ПП-5073 от 2 августа 2019 года «О мерах по дальнейшему совершенствованию системы регулирования рынка капитала».

¹⁵ Разработано автором на основе данных, полученных с официального веб-сайта Республиканской фондовой биржи «Ташкент» www.uzse.uz.

«рынок капитала» заключается в том, что его инфраструктура тесно связана с рынком денег, который считается частью финансового рынка, а финансовые инструменты являются одними и теми же для рынка капитала и рынка денег.

Темпы и качество институционального укрепления и функционального развития развивающегося рынка капитала в Узбекистане во многом зависят от деятельности банковских учреждений-участников в качестве наиболее надежных эмитентов, крупных институциональных инвесторов и опытных инвестиционных институтов.

Говоря о необходимых условиях для расширения масштабов операционной деятельности банков на фондовом рынке Узбекистана, необходимо указать три основных инвестиционных преимущества коммерческих банков на фондовом рынке, которые показаны на рисунке 4.

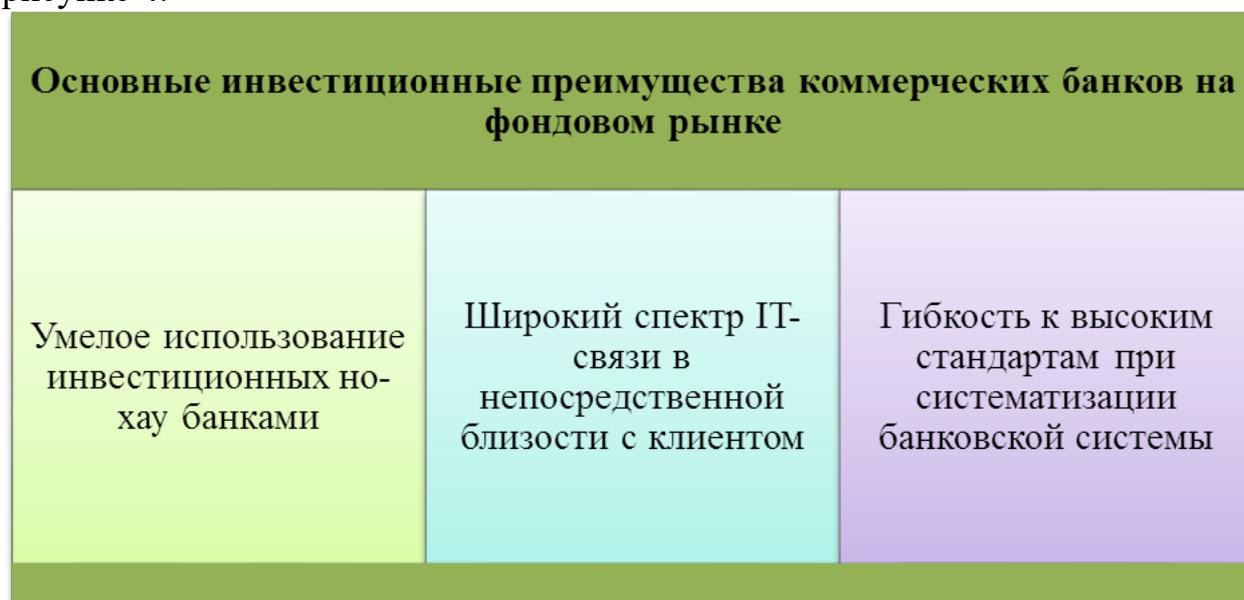


Рисунок 4. Основные преимущества коммерческих банков по сравнению с другими участниками фондового рынка¹⁶

Первым преимуществом банков является операционное преимущество за счет умелого использования соответствующих управленческих ноу-хау с использованием услуг третьих сторон и гибкости в назначении и рекомбинации инвестиционных средств.

Вторым условием успеха банковских учреждений на фондовом рынке является возможность реализации IT-коммуникаций с учетом близости своих партнеров и клиентов.

Третьим преимуществом банков является высокий уровень гибкости предоставляемых ими услуг с учетом международных стандартов банковского надзора.

Склонность коммерческих банков к участию в формирующемся рынке ценных бумаг в качестве крупнейших институциональных инвесторов объясняется тем, что многие из них имеют высокий уровень капитализации,

¹⁶ Разработано исследователем.

мощную базу данных о состоянии различных его сегментов, а также квалифицированных специалистов в области управления инвестициями. Коммерческие банки Узбекистана могут создавать эффективные финансовые рынки для предоставления широкого спектра инвестиционных услуг как эмитентам, так и инвесторам.

Таблица 6

Анализ структуры инвестиционного портфеля коммерческих банков Узбекистана за последние 5 лет, млн.сумов¹⁷

№	год	Инвестиционный портфель, всего	Из них:				
			государственные ценные бумаги	корпоративные акции	корпоративные облигации	доли в акционерных обществах	прочие
1	2017	1 644 298	-	11 181	175 502	1 002 645	454 970
2	2018	2 015 704	413 362	29 941	124 138	983 895	464 368
3	2019	3 298 760	1 192 915	29 475	101 738	1 226 729	747 903
4	2020	9 418 229	6 517 289	44 882	106 336	1 889 606	860 116
5	2021	18 157 397	14 302 441	55 659	118 156	2 395 927	1 285 214
6	2022	28 854 198	23 354 972	101 353	286 973	2 116 894	2 994 006

Мы уже отмечали активное участие коммерческих банков на рынке капитала в Узбекистане. Это еще раз подтверждается сведениями данной таблицы, в том числе и тем, что структура инвестиционного портфеля коммерческих банков имеет тенденцию к увеличению из года в год. Только в 2017 году размер инвестиционного портфеля составил 1 644 298 млн. сумов, а к 2022 году он достиг 28 854 198 млн. сумов, что свидетельствует об увеличении в 25 раз.

Таблица 7

Структура акционерного капитала РФБ «Ташкент»¹⁸

№	Название акционеров	Доля в уставном фонде	
		%	Штук
1.	Агентство по управлению государственными активами	50	8 789 063
2.	KoreanStockExchange (Корейская Фондовая биржа)	25	4 394 530
3.	АКБ «Асака»	6,25	1 098 633
4.	АКБ «Народный банк»	6,25	1 098 633
5.	АКБ «Узпромстройбанк»	6,25	1 098 633
6.	«Национальный банк» ВЭД Республики Узбекистан	6,25	1 098 633
Всего		100	17 578 125

¹⁷ Разработано автором на основе данных официального Центрального банка Республики Узбекистан www.cbu.uz.

¹⁸ А.Ибодуллаев. Уюшган қимматли қоғозлар бозорининг таркибий тузилмасида «Тошкент» Республика фонд биржасининг туган ўрни. <http://papers.conference.sbtsue.uz/index.php/DIEAS/article/view/114>

Следует отметить, что в структуре уставного капитала АО «РФБ «Ташкент» 4 коммерческих банка с высокой долей государства являются акционерами фондовой биржи в равных долях (6,25 процента). Доля государства составляет 50 процентов, а «контрольный пакет» приходится на долю государства. Кроме того, с целью привлечения в управление передового зарубежного опыта Корейская фондовая биржа (Korean Stock Exchange) заняла место среди акционеров с долей 25 процентов.

Таблица 8

Структура инвестиционного портфеля коммерческих банков с самым крупным инвестиционным портфелем в Узбекистане, млн.сумов (по состоянию на 1 января 2023 года)¹⁹

№	Название банка	Инвестиционный портфель, всего	Государственные ценные бумаги	Корпоративные акции	Корпоративные облигации	Доли в акционерных обществах	Прочие
1	Ипотека-банк	4 165 502	4 030 305	22 512	0	107 158	5 527
2	Народный банк	4 150 225	3 983 806	58 312	8 000	107	100 000
3	Узпромстрой банк	2 990 977	2 747 025	0	5 780	69 290	168 883
4	Национальный банк Узбекистана	2 772 619	1 303 849	5 780	148 277	1 314 713	0
5	Асака банк	2 387 381	1 207 194	0	7 000	25 625	1147562

В данной таблице представлены данные 5 государственных коммерческих банков с наибольшим инвестиционным портфелем. При этом наибольший инвестиционный портфель принадлежит Ипотека банку, имеющему государственных ценных бумаг на сумму 4 030 305 млн. сумов. Народный банк также является коммерческим банком со вторым по величине инвестиционным портфелем за счет государственных ценных бумаг на сумму 3 983 806 млн. сумов. Национальный банк является одним из крупнейших коммерческих банков республики благодаря своим государственным ценным бумагам на сумму 1 303 849 млн. сумов и акциям акционерных обществ на сумму 1 314 713 млн. сумов.

В качестве институционального инвестора, на деятельность страховых компаний на рынке капитала влияют различные факторы.

Данные в таблице ниже демонстрируют, что все политические и экономические изменения, происходящие в обществе и экономике, влияют на деятельность страховых компаний на фондовом рынке. Это обуславливает необходимость учета подобных факторов при осуществлении эмиссионной деятельности страховых компаний на фондовом рынке.

¹⁹ Подготовлено автором на основе годовых отчетов коммерческих банков.

В статье 6 Закона Республики Узбекистана «О страховой деятельности» страхование подразделяется на следующие отрасли: страхование жизни (страхование жизни, здоровья, трудоспособности и сбережений физических лиц) и общее страхование (личное, имущественное страхование, страхование ответственности и другие виды страхования, не относящиеся к отрасли страхования жизни)²⁰.

Таблица 9

Классификация факторов, влияющих на деятельность страховых компаний на фондовом рынке²¹

Общие факторы	Структура общих факторов
Макроэкономические факторы	<ul style="list-style-type: none"> •общее состояние экономики в стране; •нормативно-правовые документы; •уровень инфляции; •стабильность национальной валюты; •свободная конвертация валюты; •рыночная инфраструктура и другие.
Общая ситуация на фондовом рынке	<ul style="list-style-type: none"> •конъюнктура фондового рынка фонд; •информационная прозрачность на фондовом рынке; •финансовое положение эмитентов; •наличие чистой конкурентной среды на фондовом рынке и т.д.
Регулирование деятельности страховых компаний на рынке ценных бумаг Агентством по развитию страхового рынка и Агентством по развитию рынка капитала	<ul style="list-style-type: none"> •регулирование выпуска ценных бумаг страховыми компаниями; •установленные нормы осуществления эмиссионных операций страховых компаний.
Политика страховых компаний в отношении их деятельности на фондовом рынке	<ul style="list-style-type: none"> •страховой менеджмент; •политика страховых компаний, связанные с эмиссией, дивидендами, инвестициями и профессиональной деятельностью на фондовом рынке и др.
Внешние факторы	<ul style="list-style-type: none"> •изменения в мировой экономике; •политические кризисы; •различные стихийные бедствия и прочие.

На сегодняшний день на страховом рынке Узбекистана действует 41 страховая организация, из них по общему страхованию – 33 страховые организации, по страхованию жизни – 8 страховых организаций²². С 2022 года все страховые организации будут действовать в форме «Акционерного общества».

²⁰ Статья 6 Закона Республики Узбекистана «О страховой деятельности» от 23 ноября 2021 года <https://lex.uz/acts/5739117>

²¹ Разработано автором на основе исследований

²² Показатели 1 квартала Агентства по развитию страхового рынка при Министерстве финансов. Источник: официальный веб-сайт агентства www.imda.uz.

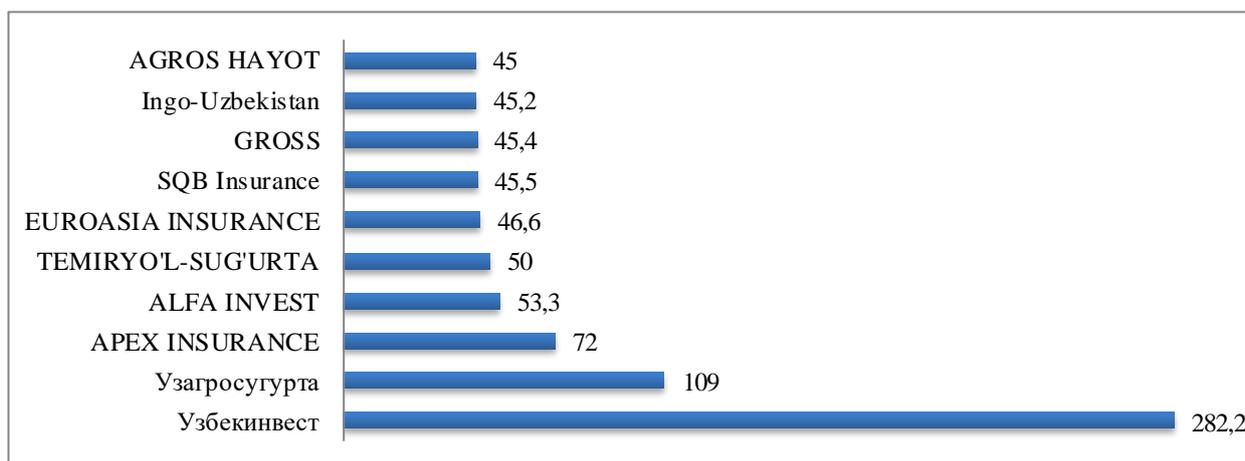


Рисунок 5. Стоимость акций, выпущенных страховыми компаниями по состоянию на 1 июля 2022 года (млрд. сумов)²³

При этом 42 страховые компании, действующие в республике по состоянию на 1 июля текущего года, в общей сложности выпустили 2,7 трлн. акций номинальной стоимостью 1 829,0 млрд. сумов.

На сегодняшний день всего открыто 909 052 счета депонирования ценных бумаг, из них: 65 383 принадлежат юридическим лицам и 843 669 — физическим лицам.

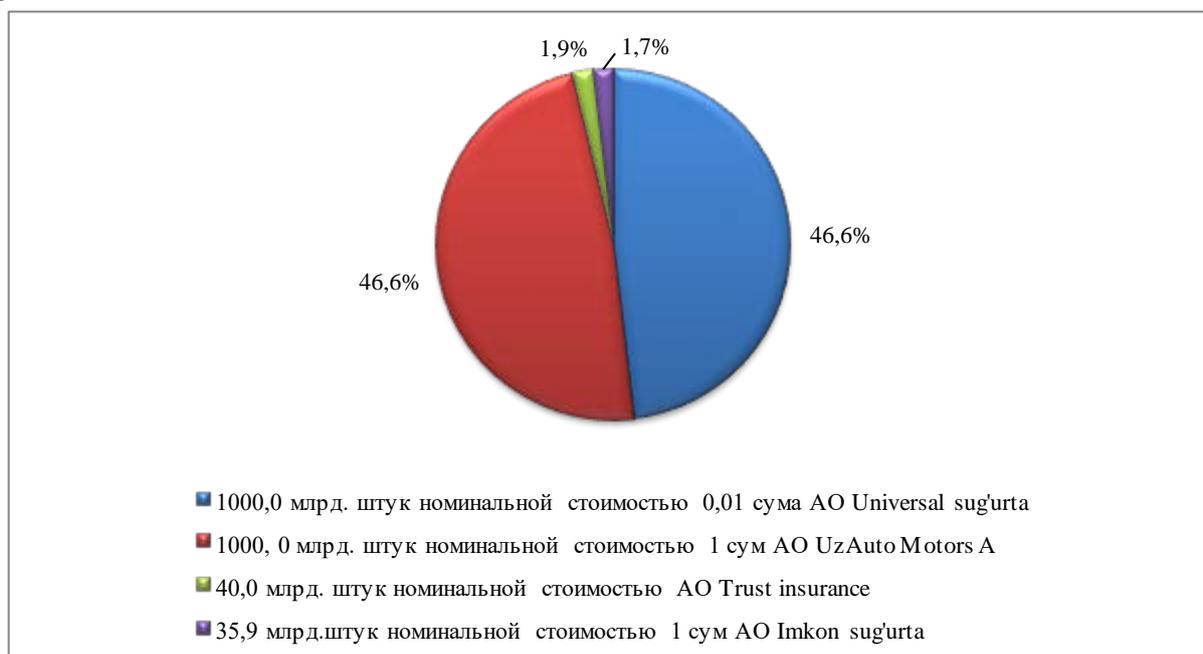


Рисунок 6. Акционерные общества-лидеры по количеству ценных бумаг, прошедших государственную регистрацию²⁴

Общая сумма ценных бумаг, выпущенных акционерными обществами за первое полугодие 2022 года, составляет 12,8 трлн. сумов, а выпуск

²³ Справка Департамента развития рынка капитала Министерства финансов Республики Узбекистан по рынку капитала и рынку государственных ценных бумаг Республики Узбекистан на первое полугодие 2022 года.

²⁴ Справка Департамента развития рынка капитала Министерства финансов Республики Узбекистан по рынку капитала и рынку государственных ценных бумаг Республики Узбекистан на первое полугодие 2022 года.

2,2 трлн.штук акций зарегистрирован Министерством финансов Республики Узбекистан.

Из данных рисунка 7 очевидно, что страховая компания занимает лидирующие позиции по количеству ценных бумаг, прошедших государственную регистрацию. Это указывает на то, что страховые компании играют большую роль в качестве институциональных инвесторов на рынке капитала.

По состоянию на 31 декабря 2022 года объем инвестиций страховых организаций в экономику насчитывал 4,8 трлн. сумов, что составляет 0,5 процента ВВП.

Инвестиций на сумму 2,9 трлн.сумов или 60,4 процента размещены в банковский депозиты, на сумму 1,3 трлн. сумов или 27,2 процентов размещены в акции и ценные бумаги, на сумму 0,4 трлн. сумов или 8,3 процента направлены на объекты недвижимости, а оставшиеся 4,1 процента представляют собой инвестиции других видов. Объем корпоративных акций и облигаций на конец 2022 года составил 147,8 млрд. сумов.

На конец отчетного периода объем инвестиций, размещенных страховщиками за пределами Республики Узбекистан, составил 574,7 млрд. сумов (51,1 млн. долларов США и 9,2 млн. рублей).

По состоянию на конец 2022 года инвестиционные средства не были вложены в государственные ценные бумаги.

В заключении следует отметить, что недостаточно развита деятельность коммерческих банков и страховых организаций как институциональных инвесторов на рынке ценных бумаг. Большая часть инвестиций размещена в банковских депозитах. Следует шире использовать диверсификацию инвестиционных портфелей и развитие посреднических операций коммерческих банков на рынке ценных бумаг.

В третьей главе диссертации **«Пути совершенствования деятельности институциональных инвесторов на рынке капитала Узбекистана»** изложены основные проблемы развития рынка капитала в Узбекистане и определены способы привлечения иностранных институциональных инвесторов на национальный рынок капитала.

Кардинальное совершенствование инвестиционной среды, дальнейшее углубление процессов продажи пакета государственных акций, сокращение участия государства в экономике, повышение неприкосновенности частной собственности, ее роли и значения, в том числе переход на современные подходы к управлению государственными активами, делающие рынок капитала одним из ведущих факторов экономического развития, имеют важное значение для устойчивого развития экономики страны.

Согласно программе развития рынка капитала на 2021-2023 годы, утвержденной в соответствии с Указом Президента Республики Узбекистан, на сегодняшний день ждет своего решения ряд актуальных

проблем и недостатков, связанных с дальнейшим развитием рынка капитала, формированием конкурентной среды и содействием повышению ликвидности фондового рынка. Это такие проблемы, как отсутствие государственной системы стратегического планирования в сфере развития рынка капитала, небольшая доля свободно обращающихся ценных бумаг по отношению к объему валового внутреннего продукта страны (0,3 процента), большая часть сделок, осуществляемых в фондовый рынок (более 70 процентов объемов на бирже) принадлежат предприятиям с государственным участием, низкая ликвидность рынка ценных бумаг, необходимо развитие вторичного рынка государственных ценных бумаг, недостаточно видов реализуемых финансовых продуктов, государственные пакеты акций не продаются по принципу «одна акция, один лот», а хозяйствующие субъекты мало заинтересованы в привлечении средств на фондовом рынке, работа по привлечению на рынок капитала крупных институциональных инвесторов с долгосрочными финансовыми ресурсами идет медленно, рыночная инфраструктура недостаточно обеспечена современными информационно-коммуникационными системами, также в этой сфере неэффективно используются возможности локальных систем, инфраструктура рынка капитала на региональном уровне совершенно неразвита, в сфере рынка капитала ощущается нехватка высококвалифицированных специалистов, способных активно продвигать и реализовывать меры по увеличению капитализации рынка, существует множество правовых документов, предусматривающих непропорциональное регулирование отрасли и не отвечающих современным требованиям рынка и международным стандартам, корпоративные отношения не организованы на основе современных подходов.

Данные недостатки препятствуют использованию огромного потенциала рынка капитала, надлежащему обеспечению его капитализации и ликвидности, эффективному привлечению инвестиций, развитию экономики и других сфер государственной и общественной жизни и определены такие задачи, требующие своего решения, как увеличение количества эмитентов, увеличение предложения за счет новых финансовых продуктов и совершенствование корпоративного управления, развитие инфраструктуры рынка капитала, совершенствование использования информационных и коммуникационных технологий на рынке капитала, совершенствование правового регулирования и контроля рынка капитала, расширение базы инвесторов и повышение финансовой грамотности населения, развитие рынка государственных ценных бумаг, повышение квалификации участников рынка капитала, создание системы их обучения и переподготовки.

Некоторые исследователи считают, что интеграция в глобальный рынок связана со снижением стоимости капитала, улучшением кредитных

рейтингов, повышением стоимости национальной валюты, реальным экономическим ростом²⁵.

Международная практика показывает, что качество управления в этой стране имеет большое значение при определении целевой страны для инвестиций иностранных инвесторов. Например, инвесторы страны с высоким качеством корпоративного управления рассматривают качество управления как решающий фактор при осуществлении инвестиций. В то же время для инвесторов из стран, где корпоративное управление не развито, уровень корпоративного управления в целевой стране может быть неактуален.

Например, «Основным фактором для инвестирования в США является желание инвесторов из стран со слабо развитыми финансовыми рынками инвестировать в развитые рынки».²⁶

В свою очередь уместно отметить ряд преимуществ инвестирования через институционального инвестора. Это такие преимущества, как:

– профессиональное управление инвестициями за счет рациональной диверсификации. Инвестор,веряющий свои ресурсы в такое управление, может быть уверен, что работает с компетентными экспертами по данным инвестициям;

– у институциональных инвесторов больше стратегических возможностей, поскольку они оперируют большими объемами заказов, чем большинство частных инвесторов.

Кроме того, для них будут значительно снижены комиссионные платежи за проведение биржевых и внебиржевых сделок..

«Некоторые экономисты различают банковскую, рыночную фазы и фазу ценных бумаг в развитии финансовой системы».²⁷ На банковской фазе все финансы распределяются через банки, на рыночной фазе начинают развиваться фондовый рынок и институциональные инвесторы, а на фазе ценных бумаг лидируют институциональные инвесторы.

Институциональные инвесторы обычно предпочитают вкладывать средства в страны со значительно более высокой ликвидностью и капитализацией рынка. Институциональные инвесторы также отличаются от розничных трейдеров, ориентированных на результаты, тем, что они полагаются на долгосрочные временные горизонты для оценки риска и доходности.

Мировая практика показывает, что от инвестиций в страны, показавшие хорошие результаты в ходе реформ, ожидаются низкие риски и высокая доходность. Успехи в реформах, проводимых в системе либерализации, фискальной системе и регулятивной системе могут привлечь в страну крупные портфельные инвестиции.

²⁵ Bekaert, G., Harvey, C., & Lumsdaine, R. (2002). Dating the integration of world equity markets. *Journal of Financial Economics*, 65, 203–247.

²⁶ Forbes K.J. 2010. Why do foreigners invest in the United States? *Journal of International Economics* 80 (1), 3-21.

²⁷ Rybczynski T (1997), "A new look at the evolution of the financial system", in ed. J Revell "The recent evolution of financial systems", MacMillan, London.

На наш взгляд, развивающимся странам следует организовать работу по следующим двум направлениям, чтобы в полной мере использовать потенциал институциональных инвесторов в развитии рынка капитала:

1. Формирование национальной системы институциональных инвесторов. Здесь в основном речь идет об инвестиционных банках, пенсионных фондах, страховых компаниях, инвестиционных фондах (венчурных, взаимных, биржевых инвестиционных фондах), суверенных фондах благосостояния и т.д. При этом выполнение функции маркетмейкера ложится на институциональных инвесторов.

2. Активное привлечение иностранных институциональных инвесторов на национальный рынок капитала. Это, во-первых, обеспечивает появление квалифицированных институциональных инвесторов на национальном рынке капитала, а во-вторых, стимулирует соблюдение международных стандартов рынка капитала и участвующих в нем эмитентов. На наш взгляд, целесообразно использовать потенциал иностранных институциональных инвесторов при размещении ценных бумаг устойчивых экономических обществ в реальном и финансовом секторах экономики, в частности, IPO и SPO еврооблигаций.

Привлечение иностранных институциональных инвесторов требует внедрения национальными хозяйствующими субъектами международных стандартов бухгалтерского учета и финансовой отчетности, обеспечения прозрачности и открытости информации, дальнейшего совершенствования реализации принципов корпоративного управления, разработки комплексных мер, направленных на увеличение стоимости акционерного капитала национальных компаний за счет участия институциональных инвесторов в управлении.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В результате проведенных научных исследований и изысканий были сформулированы следующие выводы и предложения:

1. Эффективное использование потенциала ценных бумаг на рынке капитала, эффективная организация операций на рынке ценных бумаг способствует совершенствованию структуры банковского капитала, расширению ресурсной и клиентской базы коммерческих банков.

2. Совершенствование взаимодействия институциональных инвесторов и фондовых рынков в развитии рынка капитала необходимо для аккумуляции и распределения инвестиционных средств, требуемых для развития экономики и для обеспечения реальной экономики финансовыми ресурсами.

3. Коммерческие банки нашей страны должны тщательно осуществлять свою деятельность на рынке капитала и завоевать необходимый уровень доверия участников этого рынка как надежных эмитентов, крупных инвесторов и опытных инвестиционных институтов.

4. Тот факт, что сегодня все 42 страховые компании организованы в форме акционерных обществ (АО), дает возможность дальнейшего совершенствования их деятельности на рынке капитала.

5. В качестве институционального инвестора, как участнику рынка капитала необходимо разработать и внедрить закон или подзаконный акт, исходя из отсутствия конкретного нормативно-правового документа, регулирующего взаимную деятельность страховых организаций и фондового рынка.

6. Коммерческие банки нашей республики имеют возможность для институционального укрепления развивающегося рынка ценных бумаг, большинство из них имеют возможность не только выпускать акции, корпоративные облигации, банковские сертификаты и векселя, участвовать в качестве институциональных инвесторов, но и предоставлять широкий спектр услуг всем категориям участников рынка ценных бумаг.

7. Организация продажи пакетов акций акционерных обществ с государственными и экономическими долями на основе первичного и вторичного размещения (IPO и SPO) способствует привлечению долгосрочного капитала институциональным инвесторам, сокращению доли государства, прозрачности деятельности и раскрытию информации, которая является одним из принципов корпоративного управления, повышению роли в привлечении инвестиций.

8. Необходимо уменьшить имеющуюся долю государства в коммерческих банках, в этом случае целесообразно использовать практику SPO — вторичного публичного размещения акций. Это, в свою очередь, приводит к развитию вторичного фондового рынка в нашей стране.

9. Учитывая, что существующий механизм страхования рисков на рынке капитала реализован не в полной мере, целесообразно создание новых инновационных страховых продуктов и увеличение их количества.

10. Как институциональному инвестору необходимо разработать и внедрить на фондовом рынке финансовые инструменты с высоким уровнем ликвидности, чтобы направить большую долю инвестиционного портфеля страховых организаций в ценные бумаги и тем самым направить временно освободившиеся денежные средства страховых компаний в реальное производство.

11. Предложение страховым компаниям заниматься андеррайтинговой деятельностью с целью развития их деятельности в качестве инвестиционных посредников и повышения результативности ее деятельности. Кроме того, налаживая данную деятельность, страховые компании способствуют улучшению и развитию среды на фондовом рынке.

12. Необходимо разработать механизм взаимодействия страховых компаний и компаний по управлению активами. Подобное сотрудничество позволяет страховым компаниям увеличить доходность инвестиций и снизить затраты на управление инвестиционным портфелем за счет профессионального управления активами.

13. В целях финансирования крупных инвестиционных проектов необходимо повышение профессионального уровня руководителей и специалистов инвестиционных подразделений коммерческих банков в вопросах выпуска, размещения и использования ценных бумаг.

14. Как институциональному инвестору целесообразно четко определить задачи по организации негосударственных пенсионных фондов под государственную гарантию в Узбекистане, а также по увеличению участия внебюджетного пенсионного фонда на рынке капитала.

**SCIENTIFIC COUNCIL AWARDING OF THE SCIENTIFIC
DEGREES № DSc.09/31.08.2022.I.151.01 AT THE BANKING AND
FINANCE ACADEMY OF THE REPUBLIC OF UZBEKISTAN**

TASHKENT STATE UNIVERSITY OF ECONOMICS

TILAVOLDIEV NODIR HOKIMOVICH

**IMPROVING INSTITUTIONAL INVESTOR SYSTEM IN THE CAPITAL
MARKET OF UZBEKISTAN**

08.00.07 – “Finance, money circulation and credit”

ABSTRACT
of the dissertation of Doctor of Philosophy (PhD) on Economics

Tashkent – 2023

The topic of doctoral dissertation (PhD) was registered under the number B2021.2.PhD/Iqt1707 at the Supreme Attestation Commission of the Republic of Uzbekistan.

The dissertation has been accomplished at the Tashkent State University of Economics.

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

Scientific advisor: **Jumaev Nodir Khosiyatovich**
Doctor of Economics, Professor

Official opponents: **Berdiyarov Bakhriddin Tavasharovich**
Doctor of Economics, Professor

Tashmurodova Buvsara Egamovna
Doctor of Economics, Professor

Leading organization: **Tashkent branch of the Russian Economic University
named after G.V. Plekhanov**

The defense of the dissertation will take place on _____ «__», 2023 at _____ at the meeting of the Scientific Council №DSc.09/31.08.2022.I.151.01 awarding for the scientific degrees at Banking and Finance Academy of the Republic of Uzbekistan. Address: 100000, Tashkent city, Mirzo-Ulugbek district, Movarannakhr street, building 16, phone: (99871) 237-54-09, fax: (99871) 237-50-11. e-mail: office@bfa.uz.

The doctoral dissertation (PhD) can be reviewed at the Information Resource Center of Banking and Finance Academy of the Republic of Uzbekistan. Address: 100000, Tashkent city, Mirzo-Ulugbek district, Movarannakhr street, building 16, phone: (99871) 237-54-09, fax: (99871) 237-50-11. e-mail: office@bfa.uz.

The abstract of dissertation sent out on «__» _____ 2023.
(Mailing report № _____ on «__» _____ 2023).

E.A. Khoshimov
Deputy chairman of the scientific council for awarding scientific degrees, Doctor of Economics, Associate Professor

Sh.A. Khusainov
Scientific secretary of the scientific council for awarding scientific degrees, Candidate of Economic sciences

S.E. Elmirzaev
Chairman of the scientific seminar under the scientific council for awarding scientific degrees, Doctor of Economics, Professor

INTRODUCTION (abstract of the thesis of the Philosophy Doctor (PhD) on Economic Sciences)

The aim of the research work is to develop scientific, theoretical, practical and methodological proposals and recommendations aimed at improving the activities of institutional investors in the capital market of Uzbekistan.

The tasks of the research work:

revealing the essence of operations of institutional investors in the capital market;

studying the legal framework for the activities of institutional investors in the securities market;

investigating foreign experience of institutional investors in the securities market;

analyzing the activities of commercial banks and their performance in the capital market of Uzbekistan;

analyzing the activities of insurance organizations as institutional investors in the capital market of Uzbekistan;

analyzing the performance efficiency of institutional investors in the securities market;

revealing the ways to develop the activities of institutional investors in the capital market;

developing the scientific and practical recommendations for improving the activities of institutional investors in the capital market based on world experience.

The object of the research work is the mechanism of participation of institutional investors in the capital market.

The subject of the research work is financial relations arising in the process of the activity of institutional investors in the capital market.

The scientific novelty of the research work, consisting of the following:

it is proposed to privatize blocks of shares of joint-stock companies with a state share of 50 percent or more in the charter capital through initial public offering (IPO) and secondary public offering (SPO);

establishment of a self-governing public association of professional participants in the capital market, representing the interests of its members, has been justified;

it is proposed to organize (reorganize) the organizational and legal form of insurance organizations operating in our republic and newly established insurance organizations in the form of joint-stock companies in order to ensure the active participation of insurance organizations as institutional investors in the capital market;

the increase in the charter capital of organizations with state participation has been proved due to the additional issue of shares of organizations with state participation, subject to their sale to private, including foreign, institutional investors.

Scientific and practical significance of the research results. The scientific significance of the results of the study is explained by the fact that they can be used

in special research projects related to the development of a system of institutional investors in the capital market of Uzbekistan, directing temporarily free borrowed funds of institutional investors into real production through the capital market, as well as improving the activities of institutional investors.

The practical significance of the results of the study is due to the fact that scientific proposals and practical recommendations developed during the study can be used in the development of adopted legal documents for the further development of the activities of institutional investors in the capital market

Implementation of the research results. In reliance upon the elaborated scientific proposals and practical recommendations on the development of the system of institutional investors in the capital market of Uzbekistan:

the proposal to privatize blocks of shares of joint-stock companies with a state share of 50 percent or more in the authorized capital through an initial public offering (IPO) and secondary public offering (SPO) public offering has been reflected in the decree of the President of the Republic of Uzbekistan № PD-6207 dated April 13, 2021 “On measures to further development of the capital market” (reference №06/46-35-/52 of the Ministry of Finance of the Republic of Uzbekistan dated January 17, 2023). As a result, the Resolution of the Cabinet of Ministers of the Republic of Uzbekistan dated August 15, 2022 № 446 on the initial and secondary public offering of shares of joint-stock companies with more than 20 state shares on the stock market has been adopted and the “Road map” has been approved;

the proposal to establish a self-governing public association of professional participants in the capital market, representing the interests of its members, has been reflected in the decree of the President of the Republic of Uzbekistan №PD-6207 dated April 13, 2021 “On measures to further develop the capital market” (reference №06/46-35-/52 of the Ministry of Finance of the Republic of Uzbekistan dated January 17, 2023). In this case, comprehensive and reliable protection of the rights of institutional investors, improvement of the infrastructure of the capital market will significantly increase the volume of long-term foreign investments made by institutional investors in Uzbekistan;

the proposal to organize (reorganize) the organizational and legal form of insurance organizations operating in our republic and newly established insurance organizations in the form of joint-stock companies in order to ensure the active participation of insurance organizations as institutional investors in the capital market was reflected in the Law of the Republic of Uzbekistan №LRU-730 dated November 23 2021 “On insurance activities”(reference №02/2-05-493 Legislative Chamber of the Oliy Majlis of the Republic of Uzbekistan dated April 14, 2023 and reference №06/46-35-/52 of the Ministry of Finance of the Republic of Uzbekistan dated January 17, 2023). As a result, the activities of 41 insurance companies operating in Uzbekistan have been organized (reorganized) in the form of joint-stock companies and active participation in the capital market as institutional investors has been ensured;

the proposal to raise the charter capital of organizations with state participation through an additional issue of shares of organizations with state

participation, subject to their sale to private, including foreign, institutional investors, has been reflected in the Resolution of the President of the Republic of Uzbekistan № PR-4412 dated August 2, 2019 “On measures to reform and ensure the accelerated development of the insurance market of the Republic of Uzbekistan” (reference №02/2-05-493 Legislative Chamber of the Oliy Majlis of the Republic of Uzbekistan dated April 14, 2023 and reference №06/46-35-/52 of the Ministry of Finance of the Republic of Uzbekistan dated January 17, 2023). As a result, a complete sale of state blocks of shares (shares) of 1115 enterprises to the private sector has been determined, as well as large institutional investors with long-term financial resources have been attracted to the capital market.

Evaluation of the research results. The research results have been discussed at 22 republican and international scientific and practical conferences.

Publication of the research results. On the topic of the thesis totally 22 research papers have been published including 6 articles in the scientific journals recommended by the Supreme Attestation Commission of the Republic of Uzbekistan for publishing the main results of the doctoral dissertations and 2 articles in the foreign journals.

Structure and volume of the research. The research structure includes introduction, three chapters, conclusion, a list of literature used and annexes. The volume of the research consists of 120 pages.

E'LON QILINGAN ISHLAR RO'YXATI
СПИСОК ОПУБЛИКОВАННЫХ РАБОТ
LIST OF PUBLISHED WORDS

I bo'lim (I часть; Part I)

1. Tilavoldiyev N.X. The ways to attract foreign institutional investors to the national capital market. International Journal of Economics, Commerce and Management (IJECM; ISSN 2348-0386, United Kingdom Vol. IX, Issue 11, Nov 2021, pages 166-171 (Impact Factor: 8.168)

2. Тилаволдиев Н.Х. Капитал бозорини ривожлантиришда институционал инвесторларнинг ролини ошириш масалалари. // “Молия ва банк иши” электрон илмий журнали. – Тошкент, 2020. 4-сон, 160-165-бетлар. (08.00.00; №17).

3. Тилаволдиев Н.Х. Миллий капитал бозорига хорижий институционал инвесторларни жалб қилиш йўллари. Тошкент давлат иқтисодиёт университети, “Иқтисодиёт ва инновацион технологиялар” илмий электрон журнали, №4, июль — август, 2020 йил, 91-96 бетлар. (08.00.00; №10).

4. Тилаволдиев Н.Х. Институционал инвесторлар фаолиятини ривожлантиришга доир назарий қарашлар ва ёндашувлар. “Логистика ва иқтисодиёт” илмий электрон журнали, 2021 йил 2-сон, ISSN2181-2128, www.economyjournal.uz, 419-425 бетлар. (08.00.00).

5. Тилаволдиев Н.Х. Пенсия ислохотининг капитал бозорини ривожлантиришдаги аҳамияти. Ўзбекистон Республикаси банк-молия академияси, “Иқтисодиёт тармоқлари ва соҳаларига инновацияларни жорий этиш механизмларини такомиллаштириш” мавзусидаги республика илмий-амалий конференцияси тезислар тўплами, 2020 йил 15 май, 228-229 бетлар

6. Тилаволдиев Н.Х. Роль институциональных инвесторов в развитии рынка капитала. Инновационные научные исследования в современном мире: теория, методология, практика / Сборник научных статей по материалам IV Международной научно-практической конференции (9 октября 2020 г., г. Уфа) / – Уфа: Изд. НИЦ Вестник науки, 2020, ст.24-29.

7. Тилаволдиев Н.Х. Ўзбекистон капитал бозорини ривожлантиришнинг долзарб масалалари. “Ўзбекистоннинг халқаро молия тизимида интеграциялашувини кучайтириш йўллари” республика миқёсида ўтказилган илмий-амалий конференция материаллари тўплами 2020 йил 14 ноябрь, 353-355 бетлар.

8. Тилаволдиев Н.Х. Институционал инвесторлар фаолиятини ривожлантиришга доир назарий қарашлар хусусида. Рақамли иқтисодиёт шароитида иқтисодиёт ва ишлаб чиқаришни ташкил этиш ва бошқариш: назария ва амалиёт” мавзусида халқаро миқёсдаги онлайн илмий амалий конференция материаллари тўплами –Тошкент Молия Институти., 2021., 857-860 бетлар

9. Тилаволдиев Н.Х. Совершенствование привлечения иностранных институциональных инвесторов на национальный рынок капитала. Приоритетные направления развития науки в современном мире / Сборник

научных статей по материалам IV Международной научно-практической конференции (13 октября 2020 г., г. Уфа) / – Уфа: Изд. НИЦ Вестник науки, 2020, ст.45-52

10. Tilavoldiyev N.X. Productivity increases-are they real? Stetson University, George Investment View, Summer 2001, Volume 6, Number 2, page4

II bo'lim (II часть; PartII)

11. Тилаволдиев Н.Х. Тадбиркор ва истеъмолчиларга қандай енгиллик ва имкониятлар яратилади? “Халқ сўзи” газетаси, 2020 йил 28 февраль, 43-сон, 2- бет.

12. Тилаволдиев Н.Х. Иқтисодиётни жадал ривожлантиришга жалб этилаётган маблағлар. “Янги Ўзбекистон” газетаси, 2021 йил 11 март, 50-сон, 2- бет.

13. Тилаволдиев Н.Х. Юксак мақсадлар билан бошланган ишлар, албатта, ижобат бўлади. “Янги Ўзбекистон” газетаси, 2020 йил 28 август , 164-сон, 6- бет.

14. Тилаволдиев Н.Х. Уч поғонали пенсия тизими капитал бозорини ривожлантиради. “Халқ сўзи” газетаси, 2020 йил 24 июнь, 132-сон, 2- бет.

15. Тилаволдиев Н.Х. Ислом молия тизимини йўлга қўйиш нега кечикмоқда? “Халқ сўзи” газетаси, 2021 йил 19 март, 56-сон, 2- бет.

16. Тилаволдиев Н.Х. Халқаро тузилмаларнинг фаол ва ташаббускор иштирокчиси. “Халқ сўзи” газетаси, 2021 йил 8 июнь, 119-сон, 2- бет.

17. Тилаволдиев Н.Х. Камбағалликнинг олдини олишда муҳим қадам. “Халқ сўзи” газетаси, 2021 йил 2 июнь, 115-сон, 2- бет.

18. Тилаволдиев Н.Х. ЕАЭС Формирование единого транспортного пространства. “Народное слово” газетаси, 2020 йил 29 декабрь, 274-сон, 2- бет.

19. Тилаволдиев Н.Х. Жители обрели источник дохода. “Народное слово” газетаси, 2022 йил 18 май, 100-сон, 2- бет.

20. Тилаволдиев Н.Х. Инвестициявий муҳит янада яхшиланади. “Халқ сўзи” газетаси, 2022 йил 19 ноябрь, 249-сон, 4- бет

21. Тилаволдиев Н.Х. Норасмий улушни камайтиришда дастури амал бўлади. “Халқ сўзи” газетаси, 2022 йил 10 сентябрь, 197-сон, 1- бет

22. Тилаволдиев Н.Х. Иш вақти тартибининг турли вариантларини белгилаш механизмлари. “Халқ сўзи” газетаси, 2022 йил 4 ноябрь, 238-сон, 4- бет

Avtoreferat “Iqtisod-Moliya” nashriyotida tahrirdan o‘tkazildi.

Bosishga ruxsat etildi: 27.06.2023.
Bichimi: 60x84 1/8 «Times New Roman»
garniturada raqamli bosma usulda bosildi.
Shartli bosma tabog‘i 3,5. Adadi: 100. Buyurtma: № 91.

«DAVR MATBUOT SAVDO» MChJ
bosmaxonasida chop etildi.
100198, Toshkent, Qo‘yliq, 4-mavze, 46.

