

**ЎЗБЕКИСТОН РЕСПУБЛИКАСИ БАНК-МОЛИЯ АКАДЕМИЯСИ ВА
ТОШКЕНТ ДАВЛАТ ИҚТИСОДИЁТ УНИВЕРСИТЕТИ ҲУЗУРИДАГИ
ИЛМий ДАРАЖАЛАР БЕРУВЧИ DSc. 27.06.2017.I.15.01 РАҚАМЛИ
ИЛМий КЕНГАШ**

ТОШКЕНТ ДАВЛАТ ИҚТИСОДИЁТ УНИВЕРСИТЕТИ

ХАЛИКОВ УЛУҒБЕК РУСТАМОВИЧ

**ЎЗБЕКИСТОНДА ФОНД БОЗОРИ ОРҚАЛИ ИНВЕСТИЦИОН
ФАОЛИЯТНИ МОЛИЯЛАШТИРИШНИ ТАКОМИЛЛАШТИРИШ**

08.00.07 – Молия, пул муомаласи ва кредит

**ИҚТИСОДИЁТ ФАНЛАРИ БЎЙИЧА ФАЛСАФА ДОКТОРИ (PhD)
ДИССЕРТАЦИЯСИ АВТОРЕФЕРАТИ**

Тошкент шаҳри – 2017 йил

Диссертация автореферати мундарижаси
Оглавление автореферат диссертации
Content of the abstract dissertation

Халиков Улугбек Рустамович Ўзбекистонда фонд бозори орқали инвестицион фаолиятни молиялаштиришни такомиллаштириш.....	3
Халиков Улугбек Рустамович Совершенствование финансирования инвестиционной деятельности через фондовый рынок в Узбекистане.....	26
Khalikov Ulugbek Rustamovich Improvement of financing of investment activity through the stock market in Uzbekistan.....	47
Эълон қилинган ишлар рўйхати Список опубликованных работ List of published works.....	51

**ЎЗБЕКИСТОН РЕСПУБЛИКАСИ БАНК-МОЛИЯ АКАДЕМИЯСИ ВА
ТОШКЕНТ ДАВЛАТ ИҚТИСОДИЁТ УНИВЕРСИТЕТИ ҲУЗУРИДАГИ
ИЛМий ДАРАЖАЛАР БЕРУВЧИ DSc. 27.06.2017.1.15.01 РАҚАМЛИ
ИЛМий КЕНГАШ**

ТОШКЕНТ ДАВЛАТ ИҚТИСОДИЁТ УНИВЕРСИТЕТИ

ХАЛИКОВ УЛУҒБЕК РУСТАМОВИЧ

**ЎЗБЕКИСТОНДА ФОНД БОЗОРИ ОРҚАЛИ ИНВЕСТИЦИОН
ФАОЛИЯТНИ МОЛИЯЛАШТИРИШНИ ТАКОМИЛЛАШТИРИШ**

08.00.07 – Молия, пул муомаласи ва кредит

ДИССЕРТАЦИЯ АВТОРЕФЕРАТИ

Тошкент шаҳри – 2017 йил

Фалсафа доктори (PhD) диссертацияси мавзуси Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамаси ҳузуридаги Олий аттестация комиссиясида В 2017.1.PhD/Iqt.40 рақам билан рўйхатга олинган.

Диссертация Тошкент давлат иқтисодиёт университетида бажарилган.

Диссертация автореферати уч тилда (ўзбек, рус, инглиз (резюме)) Илмий кенгаш веб-саҳифаси (www.bfa.uz) ва «ZiyoNet» таълим ахборот тармоғида (www.ziynet.uz) жойлаштирилган.

Илмий раҳбар:

Мирзаев Фарход Исамович
иқтисодиёт фанлари доктори

Расмий оппонентлар:

Жумаев Нодир Хосиятович
иқтисодиёт фанлари доктори, профессор

Хусанов Нодир Жумаевич
иқтисодиёт фанлари номзоди, доцент

Етакчи ташкилот:

Ўзбекистон Республикаси Вазирлар
Маҳкамаси ҳузуридаги Прогнозлаштириш ва
макроиқтисодий тадқиқотлар институти

Диссертация ҳимояси Ўзбекистон Республикаси Банк-молия академияси ва Тошкент давлат иқтисодиёт университети ҳузуридаги 27.06.2017.1.15.01 рақамли илмий кенгашнинг 2017 йил «__» _____ соат ____ даги мажлисида бўлиб ўтади. Манзил: 100000, Тошкент шаҳри, Мовароуннаҳр кўчаси, 16-уй Тел.: (99871) 237-53-25, факс: (99871) 237-54-01, e-mail: info@bfa.uz

Диссертация билан Ўзбекистон Республикаси Банк-молия академиясининг Ахборот-ресурс марказида танишиш мумкин (____ рақами билан рўйхатга олинган). Манзил: 100000, Мовароуннаҳр кўчаси, 16-уй. Тел.: (99871) 237-53-25, факс: (99871) 237-54-01, e-mail: info@bfa.uz.

Диссертация автореферати 2017 йил «__» _____ куни тарқатилди.
(2017 йил «_» _____ даги № __ рақамли реестр баённомаси).

А.Ш.Бекмуродов

Илмий даражалар берувчи илмий кенгаш
раиси, и.ф.д., профессор

У.В.Гафуров

Илмий даражалар берувчи илмий кенгаш
котиби, и.ф.д., доцент

Н.М.Махмудов

Илмий даражалар берувчи Илмий кенгаш
ҳузуридаги илмий семинар раиси, и.ф.д.,
профессор

КИРИШ (фалсафа доктори (PhD) диссертацияси аннотацияси)

Диссертация мавзусининг долзарблиги ва зарурати. Халқаро капитал ҳаракати кўп жиҳатдан мамлакатлар миллий фонд бозорининг ривожланиш даражасига бевосита боғлиқ. Бугунги кунда жаҳон иқтисодиётида фонд бозорлари орқали инвестицияларни жалб этишда миллий фонд бозорларининг халқаро тус олиши, глобаллашув жараёнларининг жадаллашуви, глобал интернет тармоғига уланиш ва компьютерлаштириш тизимининг жадал ривожланиши таъсирида инвестициялаш объектлари бўйича тезкор маълумотлар базасига эга бўлиш тенденциялари кузатилмоқда. Ҳозирда хорижий давлатларда фонд бозори ёки қимматли қоғозлар бозорининг ЯИМдаги салмоғи сезиларли даражада ошиб бормоқда. Хусусан, 2017 йил бошига ушбу кўрсаткич АҚШда 37 фоизни, Японияда 35, Францияда 33, Италияда 32, Германияда 31, Жанубий Кореяда 24, Голландияда 23, Хитойда 19 фоизни ташкил этди¹. Бу эса, мамлакатга инвестицияларни самарали жалб этиш учун, аввало, миллий фонд бозорини ривожлантиришни, ахборот ошқоралиги ва жозибадорлигини сезиларли даражада ошириш зарурлигини кўрсатади.

Жаҳон фонд бозорлари жадал суръатларда кенгайиб бораётган бир пайтда фонд бозори орқали инвестицияларни жалб қилиш, қимматли қоғозлар бозорида замонавий молиявий воситаларни жорий қилиш, инвестицион фаолиятни қимматли қоғозлар ҳисобига молиялаштириш механизмини такомиллаштириш, айрим молиявий воситаларнинг рискларни келтириб чиқариш даражасини минималлаштириш, инвестицион банкларда қўлланилаётган дастлабки хавф сигнали (early warning signals) ва хавфсизлик тўрларини (safety nets) фонд бозорига мослаштирган ҳолда қўллашнинг аҳамияти тобора ортиб бормоқда.

Мамлакатимизда мустақилликнинг дастлабки йилларидан бошлаб миллий фонд бозорини шакллантириш ва уни капитал ҳаракатининг асоси бўлиб хизмат қилиши учун кенг қамровли ишлар олиб борилди. Фонд бозорини шакллантириш ва ривожлантиришнинг ҳуқуқий асослари, инфратузилмаси тўлиқ яратилди. Лекин, таъкидлаш лозимки, мамлакат миллий фонд бозори бугунги кунда пул ресурсларини тақсимлаш ва қайта тақсимлашдек, яъни инвестицияларни самарали жалб этишдек муҳим вазифасини тўлиқ уддалай олмаяпти. Шунинг учун ҳам миллий фонд бозорини ривожлантириш бугунги кундаги устувор вазифалардан бири ҳисобланади. Республикаимизда олиб борилаётган ислохотлар самарасини янада ошириш, давлат ва жамиятнинг ҳар томонлама ҳамда жадал ривожланиши учун қулай шарт-шароитлар яратиш, иқтисодиётни модернизация ва диверсификация қилиш ҳамда жамиятнинг барча соҳаларини либераллаштириш бўйича муҳим йўналишларни амалга

¹ Жаҳон фонд бозорлари федерациясининг йиллик бюллетени (WFE FY 2016 Market Highlights) маълумотлари.

ошириш мақсадида қабул қилинган 2017-2021 йилларда Ўзбекистон Республикасини ривожлантиришнинг бешта устувор йўналиши бўйича Ҳаракатлар стратегиясида «мамлакатимизда молия бозорини ўрта муддатли ва узоқ муддатли истиқболда ривожлантириш, яъни мамлакат иқтисодиётига хорижий, энг аввало, тўғридан-тўғри хорижий инвестицияларни фаол жалб қилиш»² асосий йўналишлардан бири сифатида белгилаб берилган. Мазкур вазифаларнинг бажарилиши Ўзбекистонда фонд бозори орқали инвестицион фаолиятни молиялаштиришни такомиллаштириш зарурлигини кўрсатмоқда.

Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2017 йил 7 февралдаги «Ўзбекистон Республикасини янада ривожлантириш бўйича Ҳаракатлар стратегияси тўғрисида» ПФ-4947-сонли, 2017 йил 2 сентябрдаги «Валюта сиёсатини либераллаштириш бўйича бирламчи чора-тадбирлари тўғрисида» ПФ-5177-сонли, 2015 йил 4 мартдаги «2015-2019 йилларда ишлаб чиқаришни таркибий ўзгартириш, модернизациялаш ва диверсификация қилишни таъминлаш чора-тадбирлари дастури тўғрисида»ги ПФ-4707-сонли Фармони ҳамда инвестицияларни, хусусан, тўғридан-тўғри хорижий инвестицияларни кенг кўламда жалб этиш, унинг самарадорлигини оширишга қаратилган бошқа меъёрий-ҳуқуқий ҳужжатларда белгиланган вазифаларни амалга оширишда мазкур диссертация тадқиқоти муайян даражада хизмат қилади.

Тадқиқотнинг республика фан ва технологиялари ривожланишининг устувор йўналишларига боғлиқлиги. Мазкур диссертация тадқиқоти республика фан ва технологиялари ривожланишининг I. «Демократик ва ҳуқуқий жамиятни маънавий-ахлоқий ва маданий ривожлантириш, инновацион иқтисодиётни шакллантириш» устувор йўналишининг ИТД-2—«Демократик ислохотларни янада чуқурлаштириш, фуқаролик жамиятини шакллантириш, миллий иқтисодиётни модернизациялаш ва эркинлаштиришнинг илмий асосларини ишлаб чиқиш» лойиҳаси доирасида бажарилган.

Муаммонинг ўрганилганлик даражаси. Инвестицион фаолият ва уни молиялаштиришнинг устувор масалаларининг илмий-назарий, услубий ва амалий жиҳатлари кўплаб хорижлик иқтисодчи олимлар, жумладан, Л.Абалкин, Б.Алёхин, Р.Дорнбуш, А.Иванов, Я.Корнай, Ж.Матук, А.Навой, Э.Петере, Ж.Хикс, О.Хмыз, У.Шарп, Л. Сауткина, Е. Дорина ва бошқаларнинг илмий ишларида ўз ифодасини топган³.

² Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2017 йил 7 февралдаги «Ўзбекистон Республикасини янада ривожлантириш бўйича Ҳаракатлар стратегияси тўғрисида»ги ПФ-4947-сонли Фармони. // Халқ сўзи. 2017 йил, 8 феврал.

³ Алёхин Б.И. Рынок ценных бумаг (введение в фондовые операции). М.: Финансы и статистика, 1991. – 230с.; Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж. Инвестиции: Пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 1999. - XII, 1025 с.; Навой А.В. Структурный анализ международного движения капитала //Деньги и кредит. – М., 2007. – №1. –44 с.; Сауткина Л.С. Новые тенденции в механизме финансирования инвестиционного процесса // Контентус. 2015. № 5 (34). С. 1-7.; Дорина Е.Б. От гипотезы эффективности фондового рынка к теории поведенческих финансов // Белорусский экономический журнал. - 2013. - №4. - С. 118-125.

Ўзбекистонда инвестицион фаолият ва уни молиялаштиришнинг устувор илмий-назарий, услубий ва амалий масалалари И.Бутиков, А.Ваҳобов, Ф.Додиев, Н.Жумаев, Н.Каримов, В.Котов, А.Ли, Ф.Мирзаев, М.Хамидулин, Н.Хайдаров, Д.Ғозибеков, Ш.Шоҳаъзамий, Ф.Хамидова, Т.Ядгаров, Н.Хусанов ва бошқа иқтисодчи олим ҳамда мутахассисларнинг илмий ишларида ёритилган⁴.

Бироқ, таъкидлаш лозимки, бугунги кунга қадар фонд бозори орқали инвестиция фаолиятини ривожлантириш бўйича олиб борилган илмий изланишларда фонд бозори орқали инвестиция ҳажмини кўпайтириш, турли молиявий воситалар ёрдамида кўллаб-қувватлаш ва рағбатлантириш, унинг ишлаб чиқариш ва аҳолининг иш билан бандликдаги ролини ошириш каби масалалар кенг миқёсда таҳлил этилмаган. Республикамизда фонд бозорини янада ривожлантириш орқали инвестицион фаолиятни молиялаштиришни такомиллаштириш, авваламбор, молиявий ресурсларга талабни арзон ва юқори самарали капитал билан таъминлашни йўлга қўйишнинг махсус илмий-назарий, амалий-услубий ҳамда меъёрий-ҳуқуқий асосларини тизимли ва комплекс тарзда тадқиқ қилиш бўйича махсус изланишларнинг олиб борилмаганлиги мавзунинг танланишига асос бўлиб хизмат қилади.

Диссертация мавзусининг диссертация бажарилган олий таълим муассасасининг илмий-тадқиқот ишлари билан боғлиқлиги. Диссертация тадқиқоти Тошкент давлат иқтисодиёт университети илмий-тадқиқот ишлари режасининг «Иқтисодиётни модернизация қилиш шароитида молия, банк ва ҳисоб тизимини мувофиқлаштиришнинг илмий асослари» мавзусидаги (2013-2017) стратегик йўналиши доирасида бажарилган.

⁴ Ваҳобов А.В., Ҳажибакиев Ш.Х., Муминов Н.Г. Хорижий инвестициялар. – Т.: Молия, 2010. – 329 б.; Бутиков И.Л. Рынок ценных бумаг Узбекистана: проблемы формирования и развития. – Ташкент: Консультинформ, 2008.; Хамидулин М.Б. Развитие финансового механизма корпоративного управления. –Т.: Молия, 2008. – 204 с.; Котов В.А. Организация рынка ценных бумаг. – Т.: Молия, 2007. – 23 с.; Ғозибеков Д.Ғ. Инвестицияларни молиялаштириш муаммолари. И.ф.д. илмий даражасини олиш учун ёзилган дисс. автореф. – Тошкент, 2002. – 41 б.; Мирзаев Ф.И. Молия бозори операциялари рискларини баҳолаш усуллари (қимматли қоғозлар мисолида): Дисс. автореферати. и.ф.н. – Тошкент, 2002. – 22 с.; Хайдаров Н.Х. Иқтисодиётни эркинлаштириш шароитида корхоналар инвестицион фаолиятидаги молия-солиқ муносабатларини такомиллаштириш масалалари: дисс. автореферати. и.ф.д. – Тошкент, 2003. – 29 б.; Жумаев Н.Х. Ўзбекистонда валюта муносабатларини тартибга солиш методологиясини такомиллаштириш: дисс. автореферати. и.ф.д. – Тошкент, 2008. – 37 б.; Каримов Н. Иқтисодий интеграциялашув шароитида инвестиция фаолиятини молиялаштиришнинг бозор механизмларини жорий этиш масалалари. – Т.: Фан ва технология, 2007.; Ли А.А. Международный опыт развития муниципальных ценных бумаг и его применение в условиях Узбекистана: автореферат дисс... к.э.н. – Ташкент, 2002. – 20 с.; Додиев Ф.У. Инвестицион фаолиятни молиявий рағбатлантириш: Дисс. автореферати. и.ф.н. – Тошкент, 1998. – 21 б.;Акромов Х.М. Ўзбекистон Республикаси қимматли қоғозлар бозорининг ривожланишига макроиқтисодий сиёсатнинг таъсири: Дисс. автореферати. и.ф.н. – Тошкент, 2010. – 22 б.; Ядгаров Т.Д. Депозитарная система рынка корпоративных ценных бумаг и ее интеграция в международный рынок капитала: автореферат дисс.к.э.н. – Ташкент, 2008. – 20 с.; Хусанов Н.Ж. Развитие фондового рынка Республики Узбекистан на современном этапе // Материалы международной научно-практической конференции «Пятнадцатые международные Плехановские чтения». – М.: 2002. – С.116-118.

Тадқиқотнинг мақсади Ўзбекистонда фонд бозори орқали инвестицион фаолиятни молиялаштиришни такомиллаштириш бўйича илмий-услубий ҳамда амалий таклиф ва тавсиялар ишлаб чиқишдан иборат.

Тадқиқотнинг вазифалари:

«фонд бозори» тушунчаси ва фонд бозори орқали инвестицион фаолиятни молиялаштириш хусусидаги илмий-назарий қарашларни тадқиқ этиш;

фонд бозори орқали иқтисодий ўсишни таъминлашнинг назарий концепциялари ва уни жадаллаштириш омилларини ўрганиш;

Ўзбекистонда фонд бозорининг ривожланиш босқичлари, «Тошкент» фонд биржаси орқали инвестицион фаолиятни молиялаштиришнинг амалдаги ҳолатини таҳлил этиш ҳамда фонд бозори орқали инвестицияларни жалб этишдаги мавжуд муаммоларни аниқлаш;

мамлакатга инвестицияларни жалб қилишда миллий фонд бозорига таъсир этувчи омилларни эконометрик моделлар асосида баҳолаш;

инвестицион фаолиятни фонд бозори орқали молиялаштиришни такомиллаштириш бўйича илмий асосланган таклиф ва амалий тавсиялар ишлаб чиқиш.

Тадқиқотнинг объекти бўлиб «Тошкент» Республика фонд биржаси орқали амалга оширилувчи инвестицион фаолият ҳисобланади.

Тадқиқотнинг предметини фонд бозори орқали инвестицион фаолиятни молиялаштириш жараёнида юзага келадиган иқтисодий муносабатлар ташкил этади.

Тадқиқот усуллари. Тадқиқотда тизимли ёндашув, таҳлил ва синтез, функционал ва қиёсий таҳлил, гуруҳлаш, индукция ва дедукция, прогнозлаш, иқтисодий жараёнларни англашни мантикий ҳулосалаш, статистик маълумотларни таққослаш ва бошқа усуллар қўлланилган. Маълумотларни тасвирлашда кумулятив миқдор (CUSUM), позицион график (SPOTTED) ҳамда мураккаб кўринишдаги авторегрессив тақсимланган лаг (оралиқ) Autoregressive Distributed Lag (ARDL) модел ва усулларидан фойдаланилган.

Тадқиқотнинг илмий янгилigi куйидагилардан иборат:

фонд бозори фаолиятини янада ривожлантириш учун узоқ муддатли ва юқори даромад келтирувчи воситаларни муомалага киритиш, хусусан, қимматли қоғозлар воситаси сифатида «инфратузилмавий облигация»лардан фойдаланиш орқали инвестицияларни молиялаштириш таклиф қилинган;

қимматли қоғозлар бозори фаолиятини такомиллаштиришнинг самарали усулларида бири сифатида «депозитар тилхат» воситасидан фойдаланишнинг илмий-услубий асослари такомиллаштирилган;

мамлакатдаги муҳим стратегик аҳамиятга эга бўлган ва ликвидлилик даражаси юқори бўлган компанияларнинг фонд бозоридаги иштироки

кўламини ошириш ҳамда қўшимча қимматли қоғозлар чиқариш механизми такомиллаштирилган;

акциядорлик жамиятларига хорижий инвестор ва менежерларни жалб этиш жараёнларини фаоллаштириш мақсадида уларнинг устав капиталида давлат улушини қисқартиришнинг самарали йўллари асосланган.

Тадқиқотнинг амалий натижаси қуйидагилардан иборат:

фонд бозорининг шаклланиши ва ривожланиш тенденциялари ҳамда унинг инвестицияларни молиялаштиришдаги роли ва аҳамияти очиб берилиб, миллий фонд бозорининг ривожланиш ҳолатига баҳо берилган;

«Тошкент» Республика фонд биржасининг халқаро бозордаги мавқеини мустаҳкамлаш мақсадида бозор мувозанатини таъминлаш тамойилларидан фойдаланиш тавсия этилди;

Ўзбекистон молия бозорига янги воситаларни жорий қилиш яъни, «IPO» ўтказиш механизми яратилган ва амалиётга татбиқ этиш йўллари асосланди;

Республика фонд биржасида ЯДТК (ягона дастурий таъминот комплекси)ни такомиллаштириш таклифи ишлаб чиқилган;

келгуси истикболда инвестицияларни фонд бозори орқали молиялаштириш имкониятлари аниқ моделлар асосида эконометрик таҳлил қилинган.

Тадқиқот натижаларининг ишончлилиги. Тадқиқот натижаларининг ишончлилиги уларни иқтисодчи олимларнинг фонд бозорини такомиллаштириш хусусидаги илмий-назарий қарашларини қиёсий ва танқидий таҳлил қилиш, илғор хориж тажрибани ўрганиш ва умумлаштириш, ахборотлар базасининг миллий ва халқаро нуфузли ташкилотларнинг расмий манбаларидан олинганлиги, эксперт баҳолаш натижаларига, Ўзбекистон Республикаси Давлат статистика қўмитаси ва «Тошкент» фонд биржасининг статистик маълумотларига, шунингдек, бошқа амалий маълумотлар таҳлиliga асосланганлиги билан белгиланади.

Тадқиқот натижаларининг илмий ва амалий аҳамияти. Тадқиқот натижаларининг илмий аҳамияти улардан иқтисодиётни модернизациялаш жараёнида фонд бозори орқали инвестицион фаолиятни молиялаштиришни такомиллаштириш ва ривожлантириш, республикада фаолият олиб бораётган корхона ва ташкилотлар акцияларининг инвестицион жозибadorлигини кучайтиришига бағишланган илмий тадқиқот ишларини амалга оширишда фойдаланиш мумкинлиги билан белгиланади.

Тадқиқот натижаларининг амалий аҳамияти улардан корхоналар акцияларини фонд бозори орқали сотиш ҳамда инвестицион жозибadorлигини ошириш бўйича давлатнинг мақсадли дастурларини ишлаб чиқиш ва инвестицион фаолиятни ривожлантириш бўйича қабул қилинаётган қонун ва қонуности ҳужжатлари, Ўзбекистон Республикаси Президенти Фармонлари ва қарорларини, Вазирлар Маҳкамасининг

қарорлари ва услубий кўрсатмаларини ишлаб чиқишда ҳамда олий таълим муассасаларида «Инвестициялар портфелини бошқариш», «Молия бозори ва қимматли қоғозлар» фанлари ўқув дастурларини такомиллаштиришда ва ўқитишда фойдаланиш мумкинлиги билан изоҳланади.

Тадқиқот натижаларининг жорий қилиниши. Ўзбекистонда фонд бозори орқали инвестицион фаолиятни молиялаштиришни такомиллаштириш бўйича олинган илмий натижалар асосида:

инвесторлар фаолиятини янада ривожлантириш учун узоқ муддатли ва юқори даромад келтирувчи воситаларни муомалага киритиш, хусусан, қимматли қоғозлар воситаси сифатида «инфратузилмавий облигация»лардан фойдаланиш орқали инвестицияларни молиялаштириш таклифи Ўзбекистон Республикасининг 2015 йил 3 июндаги ЎРҚ-387-сон билан тасдиқланган «Қимматли қоғозлар бозори тўғрисида»ги Ўзбекистон Республикаси Қонунининг янги таҳририга киритилган (Ўзбекистон Республикаси Молия вазирлигининг 2017 йил 7 декабрдаги ЁТ/15-04-32-10/205-2216-сон маълумотномаси). Натижада молия бозори фаолияти янада такомиллашиб, инвестицияларни молиялаштириш манбалари кенгайди;

қимматли қоғозлар бозори фаолиятини такомиллаштиришда «депозитар тилхатлар» воситаларидан фойдаланиш таклифи Ўзбекистон Республикасининг 2015 йил 3 июндаги ЎРҚ-387-сон билан тасдиқланган «Қимматли қоғозлар бозори тўғрисида»ги Ўзбекистон Республикаси Қонунининг янги таҳририга киритилган (Ўзбекистон Республикаси Молия вазирлигининг 2017 йил 7 декабрдаги ЁТ/15-04-32-10/205-2216-сон маълумотномаси). Натижада миллий фонд бозорининг хорижий инвесторлар учун жозибадорлигини ошириш борасидаги ҳуқуқий-услубий асосларининг такомиллашишига имкон яратди;

хорижий инвестицияларни жалб этишни кенгайтириш, қўшимча акциялар чиқариш йўли билан мамлакатдаги муҳим стратегик аҳамиятга эга бўлган ва ликвидлилик даражаси юқори бўлган компаниялар акцияларининг фонд бозоридаги кўламини ошириш таклифи «Тошкент» Республика фонд биржаси амалиётига жорий қилинди (2016 йил 14 декабрдаги 01/08-07-1714-сон маълумотнома). Бунинг натижасида республика фонд биржасида тузилган битимлар ҳажми 10 фоизга ортди;

акциядорлик жамиятларига хорижий инвестор ва менежерларни жалб этиш, шунингдек акциядорлик жамиятларининг устав капиталида давлат улушини қисқартириш таклифи «Тошкент» Республика фонд биржаси амалиётига жорий қилинди (2016 йил 14 декабрдаги 01/08-07-1714-сон маълумотнома). Бунинг натижасида биржа савдо айланмасининг 49 фоизга ошишига эришилди.

Тадқиқот натижаларининг апробацияси. Мазкур тадқиқот натижалари 17 та, жумладан 13 та республика ва 4 та халқаро илмий-амалий конференцияларда муҳокамадан ўтказилган.

Тадқиқот натижаларининг эълон қилиниши. Диссертация мавзуси бўйича жами 26 та илмий иш, шу жумладан Ўзбекистон Республикаси Олий аттестация комиссиясининг докторлик диссертациялари асосий илмий натижаларини чоп этиш бўйича тавсия этган илмий нашрлардан 13 та илмий мақола, жумладан 9 таси республика ва 4 таси хорижий журналларда чоп этилган.

Диссертациянинг тузилиши ва ҳажми. Диссертация ишининг таркиби кириш, учта боб, хулоса, фойдаланилган адабиётлар рўйхати ва иловалардан иборат. Диссертациянинг ҳажми 152 бетни ташкил этади.

ДИССЕРТАЦИЯНИНГ АСОСИЙ МАЗМУНИ

Кириш қисмида диссертация мавзусининг долзарблиги ва зарурати асосланган, тадқиқотнинг мақсади ва асосий вазифалари, объекти ва предмети шакллантирилган, республика фан ва технологиялари ривожланишининг устувор йўналишларига боғлиқлиги кўрсатилган, тадқиқотнинг илмий янгилиги ва амалий натижалари баён қилинган, олинган натижалар илмий ва амалий аҳамияти ёритиб берилган, тадқиқот натижаларини амалиётга жорий қилишнинг синовдан ўтганлиги, нашр этилган ишлар ва диссертация тузилиши бўйича маълумотлар келтирилган.

Диссертациянинг **«Фонд бозори орқали инвестицион фаолиятни молиялаштиришнинг назарий-услубий асослари»** деб номланган биринчи бобида фонд бозори орқали инвестицияларни жалб қилишнинг иқтисодий моҳияти, зарурлиги ва аҳамияти, жумладан, муомалада вақтинча бўш турган пул маблағларини миллий фонд бозори орқали жамлаш, қайта тақсимлаш ва иқтисодиётни модернизациялаш ҳамда жадал суръатлар билан ривожлантиришни молиялаштириш зарурияти илмий-назарий ва услубий жиҳатдан асосланган.

Муаллиф томонидан амалга оширилган тадқиқотлар натижасида бугунги кунда «фонд бозори» тушунчаси моҳиятан молиявий категория сифатида қаралса-да, аҳамият жиҳатидан жаҳон иқтисодиётнинг барқарорлигига бевосита таъсир қилувчи омиллардан бири эканлиги асослаб берилган.

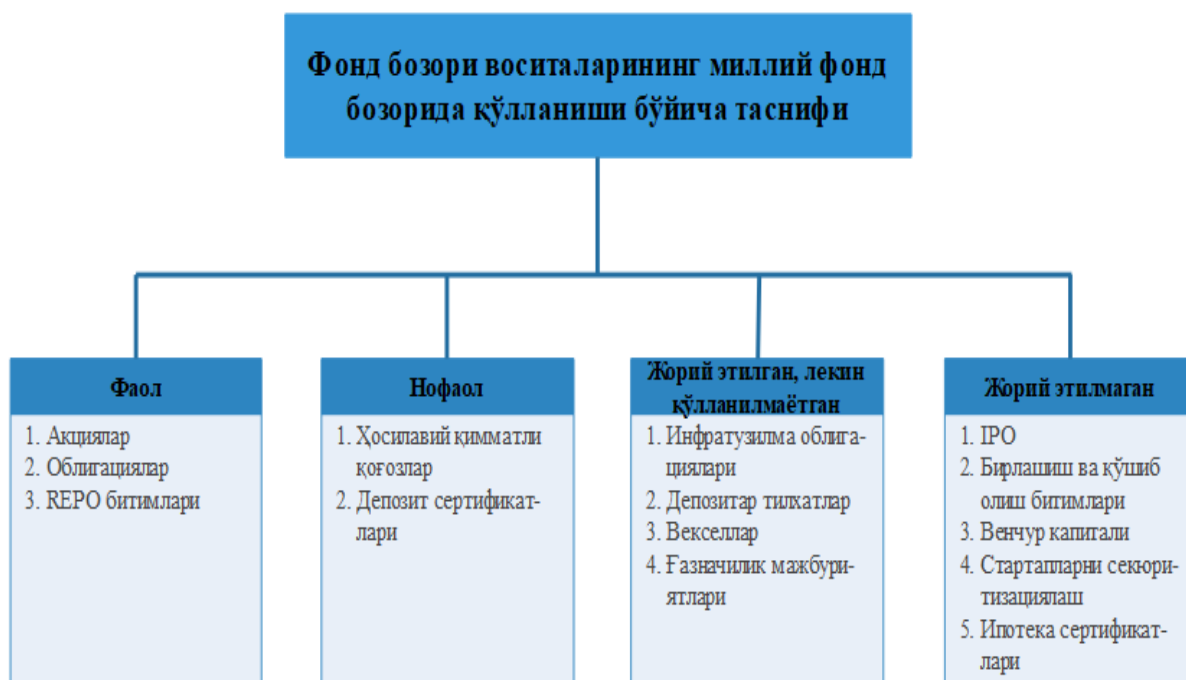
Ўз навбатида, 1998 йилда рўй берган Осиё инқироzi ҳақида хорижлик иқтисодчи олимлар ўз фикрларини баён эта туриб, «совуқ уруш энди қуроллар билан эмас, балки капиталлар орқали олиб борилмоқда. Энди ким қайси давлатга ҳарбий ускуналарини ўрнатгани кўрқинчли эмас, балки, кимнинг корпорацияси қайси мамлакат иқтисодиётига ўрнашиб олаётгани ғалабадир»⁵ деб, айнан фонд бозорининг замонавий иқтисодий тизимдаги аҳамиятига урғу беришган.

⁵ Mark, W. (2012). The Presidency of Bill Clinton: The Legacy of a New Domestic and Foreign Policy. History Publishers. 280 p.

Жаҳон иқтисодиётида юз берган глобал инқироз ва унинг барча соҳани қамраб олган узоқ муддатли асоратлари айнан фонд бозори фаолиятдан келиб чиққани ҳам бежизга эмас. Дарвоқе, фонд бозори тараққий этган ва жадал ривожланаётган давлатларда «капитал аккумулятори» вазифасини бажармоқда, аҳоли ва корхоналарнинг вақтинча бўш турган пул маблағларини фонд бозорига кенг жалб қилиш орқали ҳаракатсиз активларни инвестицияга айлантирмоқда. Мамлакатларнинг иқтисодий тараққиёт даражаси асосий макроиқтисодий кўрсаткичлар билан ўлчаниб, уларнинг самараси фонд бозори фаолияти кўрсаткичлари билан тавсифланмоқда. Фонд бозори мамлакатдаги мулкый муносабатларнинг ривожланиш даражасини акс эттириш билан бир қаторда бизнес муҳити ҳамда аҳоли ва корхоналарнинг молиявий фаоллигини ҳам ифодалайди.

Халқаро амалиётда фонд бозорларида кенг қўлланилаётган янги инновацион бозор воситаларини (венчур капитали, ипотека сертификатлари, IPO, фонд бозори орқали бирлашиш ва қўшиб олиш (M&A) битимлари, стартапларни секьюритизациялаш) миллий фонд бозорига жорий қилиш орқали инвестицион фаолиятни молиялаштиришни такомиллаштиришнинг афзалликлари илмий-назарий жиҳатдан асослаб берилган.

Олиб борилган тадқиқотлар натижасида Ўзбекистон фонд бозоридаги молиявий воситаларнинг таркиби, уларнинг қўлланилиш даражаси ва мавжуд камчиликлар муаллиф томонидан таҳлил қилинган (1-расм).



1-расм. Ўзбекистон фонд бозоридаги молиявий воситаларнинг таркиби ва қўлланилиш даражаси жиҳатидан таснифи⁶.

⁶ Муаллиф ишланмалари асосида тузилган.

1-расмдан кўринадикки, фонд бозори воситалари биржа савдоларидаги иштироки ва бозор айланмасидаги улушига кўра 4 гуруҳга ажратилди. Биржа савдоларидаги улуши ва биржа битимлари сонига кўра акция, облигация ва REPO битимлари «фаол воситалар» гуруҳига киритилди. Қонунда рухсат этилган воситалардан ҳосилавий қимматли қоғозлар ва депозит сертификатлари улуши сезиларсиз бўлгани сабабли «нофаол» воситалар гуруҳига киритилган бўлса, инфратузилма облигациялари, депозит тилхатлар, векселлар ва ғазначилик мажбуриятлари умуман савдоларда иштирок этмаётганлиги боис «жорий қилинган, лекин қўлланилмаётган» восита сифатида таснифланди. Халқаро амалиётда кенг қўлланилаётган восита ва операциялар, хусусан, IPO, бирлашиш ва қўшиб олишлар (M&A), венчурли молиялаштириш, стартапларни секьюритизациялаш, ипотека сертификатлари миллий иқтисодиёт, шу жумладан, фонд бозорининг тайёрлик ҳолатига қарамасдан жорий этилмаганлиги сабабли мазкур номдаги гуруҳ таркибида инобатга олинди.

Ўзбекистонда бугунги кунда акциядорлик жамиятлари фонд бозори ва биржа савдоларининг асосий иштирокчиси бўлиб, улар фаолиятининг барқарорлиги, ўз навбатида, фонд бозорининг самарадорлигини оширишда муҳим амалий аҳамият касб этиши асосланган. Жумладан, 2017 йилнинг 1 январь ҳолатига мамлакатимизда 659 та акциядорлик жамияти мавжуд бўлиб, уларнинг атиги 191 таси (28 фоиздан ортиғи) тегишли талабларни бажарганлиги учун фонд биржаси листингига киритилганлиги қайд этилган. Уларнинг 468 нафари (72 фоизи) эса, талабларни бажармаганлиги учун листингга киритилмаганлиги асослаб берилган.

Жаҳон амалиётида етакчи фонд биржалари ўз индексларини шакллантиргунга қадар листингга киритиш учун акциядорлик жамиятларига нисбатан «юмшоқ» талаблар (Soft Policy) белгиланган бўлиб, листингга кириш жараёнлари ниҳоятда содда бўлган. Бу эса, фонд бозорида листингга кирган компаниялар сонининг ва улардаги қимматли қоғозлар жозибadorлигини оширишда муҳим омил бўлиб хизмат қилган. Ўзбекистонда эса фонд бозори индекси жозибadorлиги нисбатан паст бўлишига қарамасдан листинг талаблари мураккаброқ бўлиб, акциядорлик жамиятлари биржа савдоларида иштирок этишдан манфаатдор эмас. Хусусан, листинг талаблари ичида устав капитали миқдори ва рентабелликка бўлган талаб ҳамда листингга киргандан кейинги ташкилий-идоравий талаблар (ҳисобот тақдим этиш, эмиссия рисоласини наشر этиб бориш, веб-сайтни мунтазам равишда янгилаб бориш ва ҳ.к.) уларнинг фонд бозорида фаолият юритишига салбий таъсир қилаётганлиги назарий-услубий ва амалий жиҳатдан исботлаб берилган.

Диссертациянинг «Ўзбекистонда фонд бозори орқали инвестицион фаолиятни молиялаштиришнинг амалдаги ҳолати таҳлили» деб номланган иккинчи бобида мамлакат миллий фонд бозорининг ривожланишини таъминлашда инновацион, илмий ва молиявий

саводхонлик салоҳиятларини ҳисобга олиш зарурлиги асослаб берилган, фонд бозори орқали инвестицион фаолиятни молиялаштириш жараёнларининг таҳлили, шунингдек, фонд бозори орқали жалб қилинган инвестицияларнинг қийматини аниқлаш ва унга таъсир кўрсатувчи омилларнинг эконометрик таҳлили амалга оширилган.

Ҳозирги вақтда республикамизда фонд бозорининг 100 дан ортиқ профессионал иштирокчилари фаолият кўрсатмоқда. Ушбу соҳада 70 дан ортиқ меъёрий-ҳуқуқий ҳужжатлар амалда қўлланилмоқда. Миллий фонд бозорини ривожлантиришда Халқаро молиячилар ва иқтисодчиларнинг «Ўттиз гуруҳи» (The Group of Thirty) тавсияларини бажаришга йўналтирилган навбатма-навбат қадам ташланди.

Таҳлиллар шуни кўрсатмоқдаки, «Тошкент» Республика фонд биржасининг асосий иштирокчилари тижорат банклари ҳисобланиб, унинг савдо айланмасида доимий равишда қарийб 60-70 фоизини банк қимматли қоғозларининг олди-сотдиси ташкил этмоқда. Бу эса, ўз навбатида, реал сектор корхоналарининг фонд бозоридаги иштироки жуда сустлиги ва инвестицияларни фонд бозори орқали жалб этишда бир қатор муаммоларнинг мавжудлигидан далолат беради.

1-жадвал

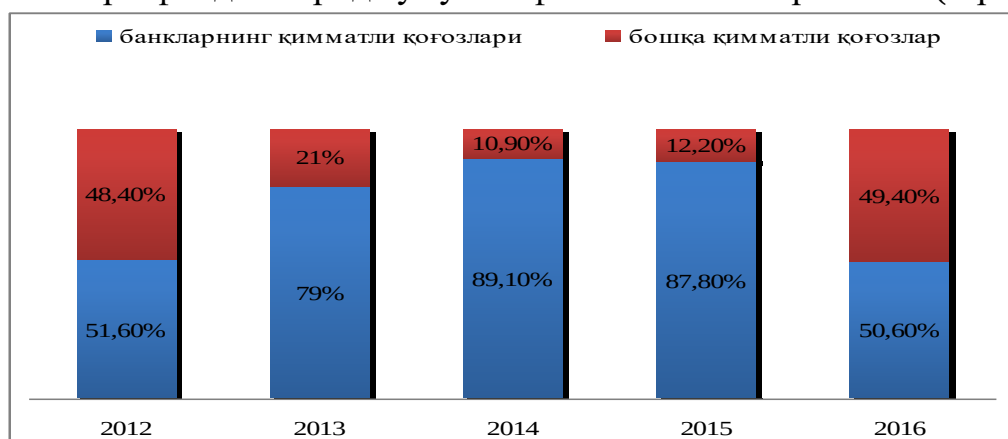
Ўзбекистон қимматли қоғозлар Марказий депозитарийсида ҳисоби юритилаётган облигациялар тўғрисида маълумот⁷

Эмитентлар	Чиқарилиш ҳажми (млрд. сўм)	Облигациялар сони (млн. дона)
Жами:	254,27	0,58
Корпоратив облигациялар:		
Шу жумладан:		
Банклар:	204,27	0,53
Ўзбекистон саноат-қурилиш банки АТБ	43,06	0,34
ТИФ Миллий банк	100,00	0,10
Асака АТБ	30,00	0,03
Ипак йўли АИТБ	8,21	0,01
Қишлоқ қурилишбанк АТБ	5,00	0,01
Трастбанк хусусий акциядорлик банки	2,00	0,0020
Туронбанк АТБ	3,00	0,0030
Алоқабанк АТБ	3,00	0,03
Капиталбанк АТБ	5,00	0,01
Ипотека банк АТИБ	5,00	0,0005
Бошқа эмитентлар:	50,00	0,05
Ўзавтосаноат АК	50,00	0,05
II. Инфратузилмавий облигациялар:		
Эмитентлар	Чиқаришлар ҳажми (млрд. сўм)	Облигациялар сони (млн. дона)
Жами:	-	-

⁷ Муаллиф томонидан қуйидаги манба маълумотлари асосида тайёрланди:
http://www.deponet.uz/sites/default/files/n_sayt_uzb_011217.pdf

Шунингдек, «Қимматли қоғозларнинг Марказий депозитарийси» давлат корхонасининг 2017 йил 1 декабрдаги ҳолатидаги маълумотларига кўра жами 254,27 млрд. сўм умумий миқдорга эга 581,3 минг донa корпоратив облигациялар ҳисоби юритилган. Шундан 204,27 млрд. сўм умумий миқдорга эга 553 минг донaси 10 та тижорат банклари ва реал сектор корхоналаридан фақат «Ўзавтосаноат» АК томонидан облигациялар эмиссия қилганини кўриш мумкин (1-жадвал).

Ҳозирда Ўзбекистонда коллектив инвесторларнинг роли жуда паст бўлиб, уларнинг асосий иштирокчиси ҳисобланадиган инвестиция фондларининг фаолияти қониқарсиз даражада қолмоқда. Республикамизда атиги 9 та инвестиция фондлари фаолият юритади, шунингдек суғурта компаниялари фонд бозорида умуман фаолият олиб бормаяпти (2-расм).



2-расм. «Тошкент» Республика фонд биржаси савдо айланмасида тижорат банкларининг улуши¹⁰.

Шу сабабли, коллектив инвесторларнинг асосий иштирокчиси сифатида тижорат банклари фаолият юритиб, уларнинг маблағлари асосан акциялар ва қисман облигациялар олди-сотдисига йўналтирилган.

2-расмдаги маълумотлардан яққол кўриш мумкинки, таҳлил даврида Республика фонд биржаси савдо айланмасида тижорат банкларининг улуши сезиларли даража ўсган. Жумладан, ушбу кўрсаткич 2012 йилдаги 51,6 фоиздан 2015 йил якунига келиб 87,8 фоизни ва 2016 йил якунида ҳам ўртача 50 фоизни ташкил этмоқда. Бу эса, тижорат банкларининг асосий молиявий воситачи сифатида Республика фонд биржаси савдо айланмасида юқори мавқега эга эканлигидан далолат беради.

Айтиш жоизки, коллектив инвесторлар анъанавий тарзда жамғармаларни жалб қилиш ва уларнинг самарали жойлаштирилишини таъминлайди, лекин уларнинг биржа айланмасидаги операциялари улуши йилдан-йилга пасаймоқда. Коллектив инвесторлар фаолиятининг суғлигини қуйидаги сабаблар орқали изоҳлаш мумкин:

фонд бозорининг юқори ликвидли эмаслиги;

дивидендлардан олинадиган даромадларнинг солиққа тортилиши, ўз

¹⁰«Тошкент» фонд биржаси ҳисобот маълумотлари асосида муаллиф томонидан тузилди.

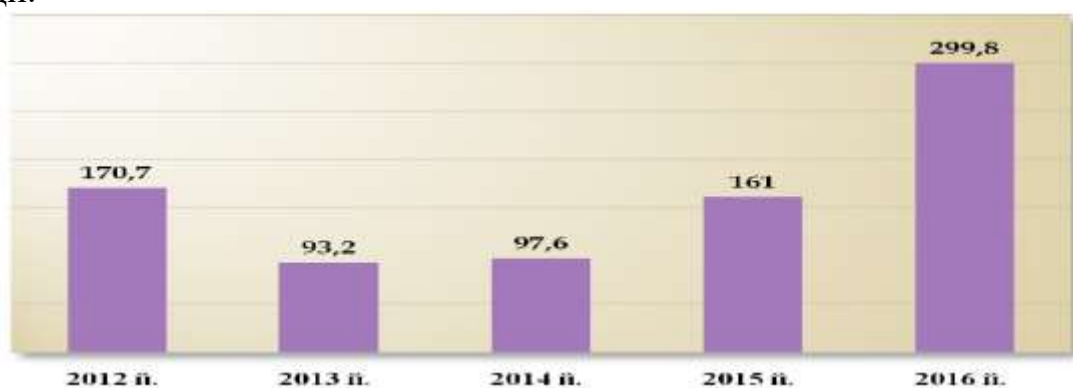
навбатида, аҳоли реал даромадларининг нисбатан камайишига олиб келиши (банк омонатларидан олинадиган даромадлар солиққа тортилмайди);

ўз фаолиятини анъанавий даромад манбаига йўналтириши:

асосий фойданинг банкларда – кредит бозорида, суғурта компанияларида эса – депозит бозорида ва давлат қимматли қоғозлар бозорида шаклланиши;

- молия бозори бошқа воситалари эвазига даромадлар манбаини кенгайтириш бўйича қатъий стратегияларнинг мавжуд эмаслиги.

Ҳар бир коллектив инвестор фаолиятининг асосий мақсади имкон қадар юқори даражада фойда олишга қаратилад экан, ушбу мақсадга эришиш бевосита инвестиция портфелининг самарадорлигига боғлиқ бўлади.



3-расм. «Тошкент» РФБда 2012-2016 йиллар давомида амалга оширилган савдо айланмаси, млрд.сўм¹⁴

Коллектив инвесторларнинг фонд бозорида фаол иштирок этмаслиги фонд биржаси савдосига ўз таъсирини кўрсатмоқда. Биржа савдо ҳажмларининг сўнгги 5 йилликдаги натижалари таҳлиliga кўра, 2016 йил якуни бўйича биржа савдо айланмаси ўз фаолияти давридаги энг юқори кўрсаткичга эришди. 2012 йилда биржа савдо айланмаси 170,7 млрд. сўмдан кўпроқни ташкил қилган бўлса, 2013 йилда бу миқдор энг паст кўрсаткични, яъни 93,2 млрд. сўмни ташкил қилган.

Республикамиз қимматли қоғозлар бозори рақобатбардошлигини оширишнинг асосий кўрсаткичи – бу иккиламчи бозорнинг ривожланиш даражаси ҳисобланади. Ушбу бозорнинг ривожланишида тижорат банклари, инвесторлар ва турли хил хўжалик юритувчи субъектлари, айниқса, йирик компаниялар муҳим роль ўйнайди. Лекин, аксарият акциядорлик жамиятлари листинг талабларига жавоб бера олмаслиги туфайли иккиламчи бозордаги фаоллиги сустлигича қолмоқда. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2015 йил 24 апрелдаги «Акциядорлик жамиятларида замонавий корпоратив бошқарув услубларини жорий этиш чора-тадбирлари тўғрисида»ги ПФ-4720-сонли Фармони кучга киргандан

¹⁴ «Тошкент» фонд биржаси ҳисобот маълумотлари асосида муаллиф томонидан ҳисобланди.

сўнг 2017 йилнинг 1 январь ҳолатига 659 акциядорлик жамияти мавжуд бўлиб, 2016 йилнинг 1 январь ҳолатига жами акциядорлик жамияти сони 714 тани ташкил қилган бўлса, 2015 йилнинг 1 январь ҳолатига келиб 1088 тани ташкил қилди. 2017 йилнинг 1 январь ҳолатига кўра биржа листингига киритилган акциядорлик жамиятларининг умумий сони 191 тани ташкил қилади, шундан, 24 таси олий тоифа ҳисобланадиган «А» тоифага, 29 таси «В» тоифага, 107 таси «С» тоифага ва 31 таси эса, «Р» тоифа талабларига жавоб беради. Хусусан, 2016 йилда листинг компанияларининг акциялари билан жами 224,2 млрд. сўмлик 352 та битимлар амалга оширилиб, бу биржа умумий савдо айланмасининг 75 фоизни ташкил қилди. Олиб борилган таҳлиллар шуни кўрсатмоқдаки, фонд биржасидаги асосий листинг компаниялар – бу банклар ёки давлат улуши катта бўлган йирик акциядорлик жамиятларидир. Бу, ўз навбатида, хорижий инвестицияларни фонд бозори орқали жалб этишда муайян муаммоларнинг мавжудлигидан далолат беради.

Диссертациянинг ушбу бобида фонд бозоридаги инвестицион фаолиятга таъсир кўрсатувчи омилларнинг таҳлили мураккаб эконометрик усулларга асосланган ARDL модели бўйича амалга оширилди. Миллий иқтисодиётга инвестицияларни жалб қилиш жараёнларига «Тошкент» Республика фонд биржаси фаолиятининг асосий кўрсаткичлари бўлган бозор капитализацияси, сотилган акциялар сони ва эмиссия билан боғлиқ омиллар таъсирини баҳолаш куйидаги кўринишда ифодаланди:

$$MTR = f(IPO, MCP, STC) \quad (1)$$

Бу ерда,

MTR – бозор айланмаси ҳажми;

IPO – эмиссия;

MCP – бозор капитализацияси;

STC – сотилган акциялар сони.

Юқоридаги 1-формула оддий функционал боғлиқликни ифодалаш билан бирга эрксиз ва эркин ўзгарувчилар таркибини изоҳлаб беради. Песаран коидасига мувофиқ юқоридаги формула ARDL модели асосида тестдан ўтказилди.

Стационарликни аниқлаш мақсадида кенгайтирилган Дикки-Фуллер⁸ ва Филлипс-Перрон⁹ бирлик илдиз тестлари ўтказилди. Кенгайтирилган Дикки-Фуллер ва Филлипс-Перрон тестлари фақат $\ln MCP$ $I(0)$, яъни нолинчи тартибда стационар эмаслигини, қолган ўзгарувчилар $\ln MTR$, $\ln IPO$, $\ln STC$ бирламчи тафовутда, яъни биринчи тартибда стационарлигини боғлиқлик тести шартларига мувофиқ, биринчи тартибда барча ўзгарувчилар стационар ҳисобланади. Бирлик илдиз тестидан сўнг натижани ишончлилиқ даражасини билиш учун боғлиқлик тести

⁸ Dickey D. and Fuller W. (1979). «Distribution of the Estimators for Autoregressive Time Series with a Unit Root». Journal of the American Statistical Association. 74 (366): 427–431.

⁹ Phillips P. and Perron P. (1988). «Testing for a Unit Root in Time Series Regression». Biometrika. 75 (2): 335–346.

ўтказилди. Коинтеграция мавжудлиги исботлангандан кейин узок муддатли боғланиш ARDL модели ёрдамида аниқланди:

$$\ln MTR_t = \varphi_0 + \beta_1 \ln IPO_{t-1} + \beta_2 \ln MCP_{t-1} + \beta_3 \ln STC_{t-1} + u_t$$

Эконометрик таҳлилни қимматли қоғозлар бозорини ARDL усулидан фойдаланиб, узок муддатли боғлиқлик тести ўтказилди (2-жадвал).

2-жадвал

Ўзгарувчи	ARDL коэффиценти		t-статистика	Эҳтим.*
	Коэффиц.	Ст. хатолик		
LnMTR(-1)	-0.048106	0.117358	-0.409904	0.6833
LnIPO	0.068412	0.046011	1.486866	0.1421
LnIPO(-1)	-0.021011	0.031880	-0.659047	0.5123
LnIPO(-2)	0.103460	0.036712	2.818105	0.0065
LnMCP	-0.298742	1.425033	-0.209639	0.8346
LnSTC	0.488546	0.112829	4.329982	0.0001
C	5221.816	8325.979	0.627171	0.5328
Қолдиклар квадрати	0.681572	Эрксиз ўзг. ўрт. арифм.		15317.46
Ўзгарган қолдиклар квадрати	0.531402	Эрксиз ўзг. станд. оғиши		15754.03
Регр. станд. Хатолиги	11879.40	Акаике мезони		21.69893
Қолд. квадр. Йиғиндиси	8.75E+09	Шварц мезони		21.92557
Логариф. ҳақ. Яқинлик	-741.6129	Ханнан-Квин мезони		21.78884
F-статистика	9.598727	Дарбин-Уотсон мезони		1.999111
Эҳтимоллик (F-стат.)	0.000000			

*Изоҳ: Р-қийматлар ва бошқа тестлар модел танлашда эътиборга олинмайди.

2-жадвалда берилган ARDL коэффицентлари эмиссия қилинган ва сотилган акциялар сони инвестиция хажмига ижобий таъсир этишини кўрсатди. Бошқа кўрсаткичлар ўзгармаган шароитда агар эмиссия ҳажми бир бирликка ортса, бозор айланмаси ҳажми 0,14 бирликка ортади, сотилган акциялар сони 1 бирликка ортса, бозор айланмаси 0,48 бирликка ортади. Р-қийматини эҳтимоллиги 5 фоиздан катта бўлганлиги сабабли бозор капитализацияси ҳажмининг коэффиценти аҳамиятсиз деб топилди.

Эконометрик таҳлилда мукамал ва батафсил натижага эришиш учун ARDL моделида қисқа ва узок муддатли боғлиқликни текшириш мақсадга мувофиқ. Қисқа муддатли боғланиш тестини ўтказиш учун эконометрик моделга хатоликни тўғрилаш механизми элементларини қўйиб, қуйидаги кўринишга келтирилди:

$$\Delta \ln MTR_t = \varphi_0 + \sum_{i=1}^p \varphi_1 \Delta \ln MTR_{t-i} + \sum_{i=0}^p \varphi_2 \Delta \ln IPO_{t-i} + \sum_{i=0}^p \varphi_3 \Delta \ln MCP_{t-i} + \sum_{i=0}^p \varphi_4 \Delta \ln STC_{t-i} + \delta ECM_{t-1} + u_t$$

Бу ерда, φ_0 – константа, u_t – стандарт хатолик, $\varphi_1, \dots, \varphi_5$ – қисқа муддатли

эластиклик, $\beta_1, \dots, \beta_5$ – узок муддатли эластиклик, $ЕСМ$ – хатоликни тўғрилаш коэффициенти, δ – ўзгариш тезлиги (ўзгарувчанлик коэффициенти).

3-жадвал

Коинтеграция шакли ва узок муддатли боғлиқлик тести

Ўзгарувчи	Коэффиц.	Ст. хатolik	t-статистика	Эҳтим.
D(LnIPO)	0.068412	0.046011	1.486866	0.0421
D(LnIPO(-1))	-0.103460	0.036712	-2.818105	0.0065
D(LnMCP)	-0.298742	1.425033	-0.209639	0.8346
D(LnSTC)	0.488546	0.112829	4.329982	0.0001
CointEq(-1)	-1.048106	0.117358	-8.930819	0.0000

$$\text{Cointeq} = \text{MTR} - (0.1439 \cdot \text{IPO} - 0.2850 \cdot \text{MCP} + 0.4661 \cdot \text{STC} + 4982.1467)$$

Узок муддатли коэффициентлар

Ўзгарувчи	Коэффиц.	Ст. хатolik	t-статистика	Эҳтим.
LnIPO	0.143937	0.059262	2.428821	0.0181
LnMCP	-0.285030	1.359475	-0.209662	0.8346
LnSTC	0.466123	0.116159	4.012805	0.0002
C	4982.146735	7870.296122	0.633032	0.5290

3-жадвал маълумотларидан кўриниб турибдики, хатоликлар тўғриланганидан сўнг эмиссия ва сотилган акциялар сони фонд бозори айланмасига ижобий таъсир қилиши (мос равишда 0.068412 ва 0.488546), бозор капитализацияси эса салбий ва аҳамиятсиз (-0.298742) таъсирга эга эканлиги маълум бўлди.

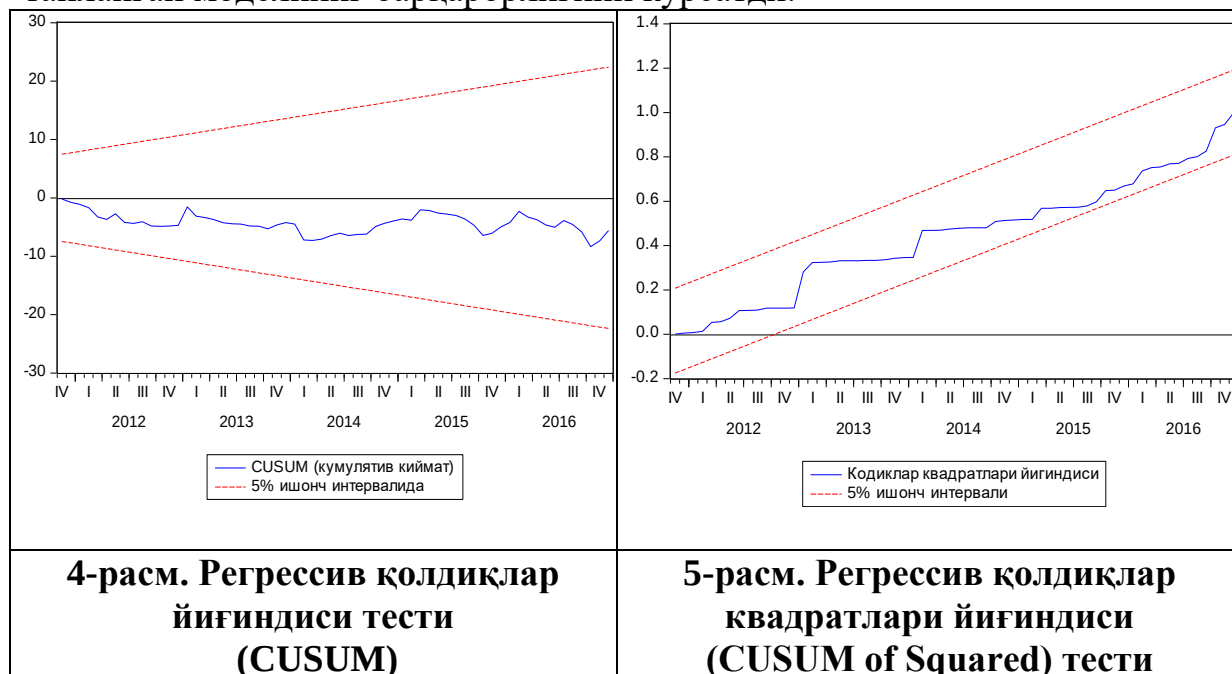
Узок муддатли боғлиқлик тести эса, омилар таъсирининг бир мунча ўзгаришини кўрсатди. Жумладан, узок муддатда эмиссия ҳажми ва сотилган акциялар сони бозор айланмаси ҳажмига ижобий (мос равишда 0.143937 ва 0.466123) ва бозор капитализацияси салбий ва аҳамиятсиз (0.285030) таъсир қилиши аниқланди.

Таҳлиллардан олинган натижанинг аҳамиятлилиги ва ўринлилигини аниқлаш мақсадида моделда диагностик тестлар ўтказилди. Дастлаб, автокорреляция мавжудлигини текшириш учун Бройш-Годфрининг Лагранж мультипликатори тести натижасида Хи-квадратнинг қиймати қолдиқ квадратлар қийматидан кичик бўлганлиги сабабли моделда автокорреляция мавжуд эмас. Автокорреляция мавжуд эмаслиги Дарбин-Уотсон мезонида ҳам тасдиқланган эди.

Моделга асос бўлган регрессияда мавжуд хатоликнинг қандай тақсимлангани, яъни тарқоқ (гетероседастик) ёки уюшганлигини (гомоседастик) аниқлаш мақсадида ўтказилган Бройш-Паган-Годфри тести ёрдамчи R-квадрат қийматининг Хи-квадрат қийматидан катталиги ёки F-статистика коэффициенти 5 фоиз ишонч интервалида F(6,62) тақсимотидан катталигини кўрсатди.

Олинган натижанинг ишончлилиги ва танланган моделнинг тўғрилигини текшириш мақсадида моделнинг барқарорлигини кўрсатувчи

регрессив қолдиқлар йиғиндиси (CUSUM) ва регрессив қолдиқлар квадратлари (CUSUM of Squared) тестлари ўтказилди. Олинган натижа регрессив қолдиқлар йиғиндиси (4-расм) ва регрессив қолдиқлар квадратлари йиғиндиси (5-расм) 5 фоизлик ишонч интервали чегараларидан чиқмаганини ва чегараланган ораликда тебранганини ҳамда танланган моделнинг барқарорлигини кўрсатди.



ARDL модели асосида ўтказилган эконометрик таҳлил натижаси эмиссия ва акциялар сонининг ошиб бориши узоқ ва қисқа муддатда молия бозорига йўналтирилган инвестициялар ҳажмининг ортишини рағбатлантиради. Уларнинг ортиши бевосита қимматли қоғозлар бозори айланмасининг кўпайишига сабаб бўлади. Қимматли қоғозлар бозори айланмаси ҳажмининг ортиши, ўз навбатида, инвестицион фаолиятни молиялаштиришда фонд бозорининг ўрнининг мустаҳкамланишини кўрсатади.

Диссертациянинг «Ўзбекистонда фонд бозори орқали инвестицион фаолиятни молиялаштиришни такомиллаштириш йўллари» деб номланган учинчи бобида миллий иқтисодиётга инвестицияларни, жумладан, хорижий инвестицияларни кенг жалб этиш тизимини такомиллаштиришнинг замонавий масалалари ва муаммолари, Ўзбекистон Республикасида фонд бозори орқали инвестицияларни молиялаштиришнинг асосий жиҳатлари бўйича илмий-амалий қарашлар илгари сурилган.

Листингга кирган корхона ва ташкилотлар акцияларининг жозибadorлиги бевосита иккиламчи бозордаги фаолияти билан боғлиқ. Маълумки, Ўзбекистонда иккиламчи фонд бозори энди шаклланиб ва ривожланиб келмоқда. Мамлакатимизда қимматли қоғозлар бозори барча

ривожланаётган фонд бозорлари каби катта қийинчиликларга дуч келмоқда.

Фикримизча, иккиламчи бозорнинг ривожланиши бир қатор муаммоларнинг ҳал этилишига боғлиқ бўлиб қолмоқда.

Биринчидан, қимматли қоғозлар, энг аввало, акциялар ликвидлилигининг сезиларли даражада оширилиши. Лотин Америкаси ва айниқса, Жануби-Ғарбий Осиё мамлакатларининг тажрибаси шуни яққол кўрсатмоқдаки, фақат миллий корпорациялар акцияларининг ички ликвидлигига эришгандан ва қимматли қоғозларнинг миллий бозордаги савдолари жонлангандан кейин ушбу акцияларга хорижий инвесторларнинг қизиқишлари пайдо бўлиб, маҳаллий фонд бозорининг халқаро фонд бозорига интеграциялашуви жараёни бошланади.

Иккинчидан, ушбу қимматли қоғозлар ва уларнинг эмитентлари тўғрисидаги ахборотнинг ошқор этилиши. Бугунги кунда мазкур масала фонд бозоридаги ишларнинг энг мураккаб масалаларидан биридир. Бўш маблағлари бўлган аҳоли ва ташкилотлар улар инвестиция қилмоқчи бўлаётган акциядорлик жамиятининг муассислари, эмитентнинг ихтисослиги, у чиқарадиган маҳсулот тури, унинг айланма маблағлари, даромадлари, фойдаси, кредиторлар билан ўзаро муносабатлари ва ниҳоят, энг муҳими – акциядорлик жамиятининг ўтган йилларда тўлаган дивидендлари ҳақида энг сўнгги ахборотга эга бўлиши лозим.

Фонд биржасида амалга оширилаётган битимлар сонининг кўплиги мамлакат иқтисодий аҳволи билан боғлиқ. Бу жараёнда фонд бозорини ривожланган механизм сифатида шакллантириш муҳим аҳамият касб этади. Ҳозирда Ўзбекистон ҳамда Жанубий Корея фонд биржалари ўртасидаги келишувга биноан мамлакатимизда ягона дастурий таъминот комплекси (ЯДТК) ишлай бошлагани муносабати билан савдолар онлайн тартибда амалга оширилмоқда. Шунга қарамай, ЯДТКда бартараф этилиши лозим бўлган бир қатор камчиликлар аниқланди:

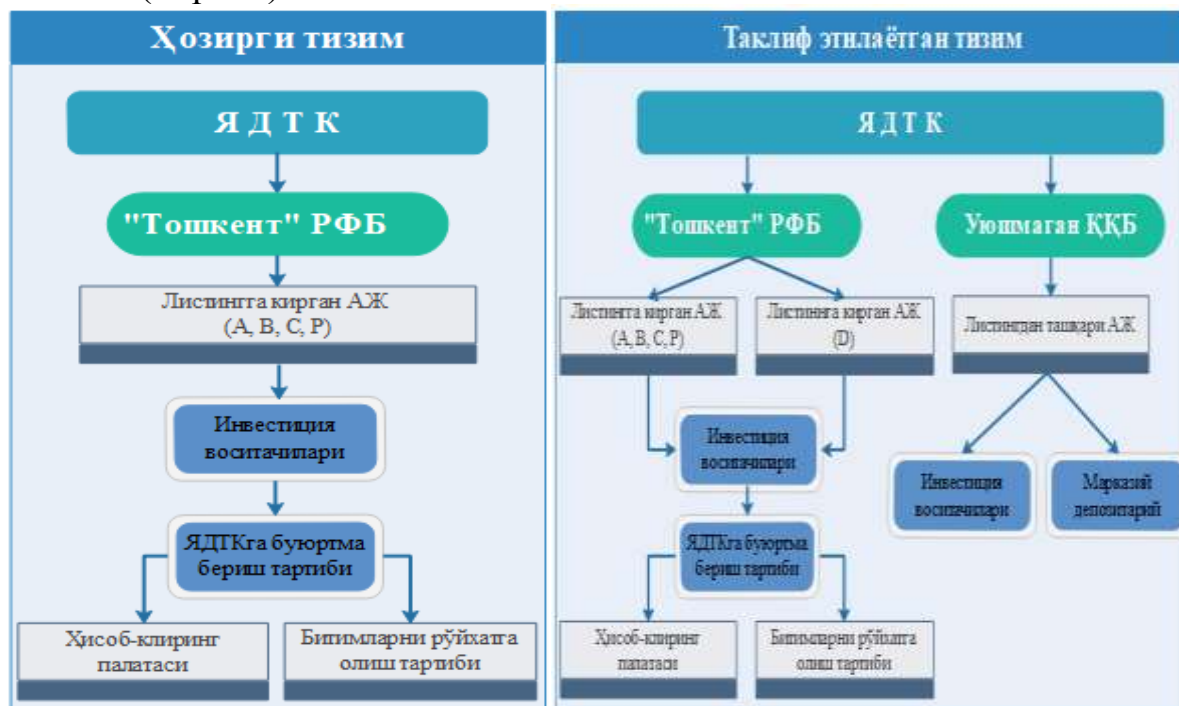
узлуксиз ишлайдиган савдо жараёнининг ташкил этилмаганлиги;

манипуляция жараёнини билиш имкони мавжуд эмаслиги;

қимматли қоғозлар савдосини амалга ошириш мобайнида акцияларнинг номинал қийматиға нисбатан 30 фоизгача нархларнинг оширилиши белгилаб қўйилгани, агар ушбу миқдордан ошиб кетса, савдо битимларининг автоматик равишда тўхтатилиши.

Ушбу камчиликларнинг ЯДТК фаолиятининг самарали ишлашига тўсқинлик қилувчи жиҳатлари 6-расмдан кузатиш мумкин. Расмдан кўринадикки, уюлмаган бозорни ЯДТКга қўшиш ёки листингга кирмаган корхоналар учун «Д» тоифани очиш ва фаолиятини ташкил қилиш зарурияти пайдо бўлмоқда. Шу билан бирга, листинг талабларини енгиллаштириш ёки мажбурий листингни умуман бекор қилиш бу борадаги тадбирлардан ҳисобланади. Юқоридагиларни эътиборга олган ҳолда, мазкур камчиликларни бартараф этиш мақсадида тадқиқот ишида

ЯДТК фаолиятини ташкил этишнинг такомиллашган тизими таклиф этилган (6 -расм).



6-расм. «Тошкент» Республика фонд биржасида савдо ўтказишнинг ҳозирги ҳамда таклиф этилаётган такомиллашган тизимлари¹⁰.

Бугунги кунда миллий эмитентлар тўғрисидаги маълумотларнинг етарли даражада очик эмаслиги миллий фонд бозори капитализация даражасининг пастлигига сабаб бўлаётган асосий омиллардандир. Ушбу муаммони бартараф этишнинг йўналишларидан бири эмиссия проспектида қимматли қоғозлар бўйича маълумотларнинг тўлақонлилиги ва ҳаққонийлигини таъминлашдир. Шунингдек, бозорни ривожлантиришга таъсир этувчи омиллардан бири бу корхоналарнинг қимматли қоғозларни чиқариш (IPO) ва сотиш тартиби мураккаблиги ҳамда муддат жиҳатдан узоқ вақт талаб этиши ҳисобланади.

Қимматли қоғозларни халқаро фонд биржаларида сотиш орқали хорижий инвестицияларни республикамизга жалб этиш масаласи ҳам қониқарсиз бўлиб, муаммонинг ўзаги уларнинг жаҳон фонд бозорларининг листингига кирмаганлиги ҳисобланади. Шу билан бирга, фонд бозори воситаларини сотиб олишни хоҳловчи инвесторларга қимматли қоғозларни сотиш ва сотиб олиш тартиби ҳамда босқичларини соддалаштириш мақсадга мувофиқ.

Фонд бозори орқали қимматли қоғозларни сотиб олиш учун инвесторлар брокер, ҳисоб клиринг палатаси, банк ҳамда депозитарийда махсус ҳисоб рақамларни очиши керак бўлади. Хорижий мамлакатлар

¹⁰ «Тошкент» фонд биржаси маълумотлари асосида муаллиф томонидан тайёрланди.

тажрибасига таянган ҳолда инвестор фақат брокер орқали барча жараёнларни бошқариши зарурлиги таклиф қилинди.

Натижаларни умумлаштириб шуни айтиш мумкинки, ривожланган инновацион инфратузилма, миллий инновацион тизимга асосланган инвестицион фаолиятни ислоҳ қилиш натижасида олинган инновациялар «жадал ривожланиш» концепциясининг суянчиғи ҳисобланади. Шу билан бирга юқори малакали ва юқори ишлаб чиқариш қобилиятига эга бўлган кадрларсиз хўжалик юритишнинг янги турига ўтиш мумкин эмас.

Ушбу келтирилган таклифларнинг амалиётга татбиқ этилиши фонд бозорининг ривожланишига, мазкур бозорни мувофиқлаштиришдаги муаммоларнинг ечилишига ва Ўзбекистонда инвестицион муҳитнинг яхшиланишига ва пировард натижада фонд бозори орқали инвестицион фаолиятни ривожлантиришга имконият яратади.

ХУЛОСА

Ўзбекистонда фонд бозори орқали инвестицион фаолиятни молиялаштиришни такомиллаштириш борасида олиб борилган тадқиқотлар натижасида қуйидаги илмий хулосалар ва таклифлар берилди:

1. Фонд бозори орқали инвестицияларни жалб этиш инвестицияларни молиялаштиришнинг бозор механизмларига асосланган восита ҳисобланиб, инвестицияларни самарали жалб этишнинг қулай воситасидир. Фонд бозорида ислохотларнинг амалга оширилиши ва ривожлантирилиши инвестицион фаолиятни ҳар томонлама фаоллаштиришга замин яратади.

2. Иқтисодий тараққий этган мамлакатларда фонд бозори инвестицияларни жалб этишнинг муҳим ва асосий воситаси бўлган бир шароитда Республикамизда фонд бозорининг сушт ривожланганлиги, унинг молиявий ресурсларни тақсимлаш ва қайта тақсимлаш вазифасини бажара олмаётганлиги натижасида хўжалик субъектлари ва аҳолининг бу бозорга нисбатан кредит бозорини афзал кўраётганлиги, бозорнинг асосий иштирокчилари тижорат банклари ва давлат улуши юқори бўлган акциядорлик жамиятлари билангина чекланаётганлиги, хорижлик инвесторлар учун миллий фонд бозоридаги акциядорлик жамиятлари акцияларининг жозибадорлиги пастлиги каби муаммоларнинг тадқиқ этилиши ва фонд бозорини ривожлантиришнинг концептуал асосларини такомиллаштиришни талаб этади.

3. Миллий фонд бозорини ривожлантиришда энг аввало меъёрий-ҳуқуқий базасини такомиллаштириш заруратидан келиб чиқиб, «Давлат ва муниципал қимматли қоғозлар тўғрисида», «Қимматли қоғозлар бозоридаги операциялар билан боғлиқ рискларни суғурталаш тўғрисида», «Қимматли қоғозлар бозоридаги ўзини-ўзи тартибга солувчи ташкилотлар

тўғрисида», «Қимматли қоғозлар бозори иштирокчилари томонидан ахборотнинг ошкор этилиши тўғрисида»ги каби қонунларнинг ишлаб чиқилиши бозор иштирокчиларининг фаолиятини рағбатлантиради ва ҳуқуқий ҳимоясини таъминлайди.

4. Фонд бозорида листинг талабларининг мураккаблиги ва серхаражатлиги каби омилларнинг қимматли қоғозлар савдосини фаоллаштиришда бир қатор муаммоларни юзага келтираётганини инобатга олиб, листинг талабларини соддалаштириш, листинг харажатларини оптималлаштириш, ҳужжатларни электрон тизимда топшириш амалиётини кенг жорий этиш, Республикамизнинг чекка ҳудудларидаги акциядорлик жамиятлари ҳам фонд бозори листингига кириши учун ушбу тизимдан самарали фойдаланиш имкониятининг яратилиши бозордаги савдо айланмасининг ошишига олиб келади.

5. Мамлакатимиз акциядорлик жамиятлари акцияларининг йирик хорижий фонд бозорларида сотилиши орқали хорижий инвестицияларни жалб этиш жараёнининг долзарблигини ҳисобга олиб, Республикамиз эмитентларининг жаҳон фонд бозорларининг листинг талабларини бажаришини давлат томонидан рағбатлантириш механизмини йўлга қўйиш ва миллий фонд бозорининг хорижлик инвесторлар учун жозибадорлигини ошириш таклифларининг амалга татбиқ этилиши хорижий инвестицияларни жалб этишни фаоллаштиради.

6. Миллий фонд бозорида замонавий воситаларнинг камлиги сабабли бозорнинг жозибадорлигига салбий таъсирини ҳисобга олиб, янги молиявий бозор воситаларини, яъни узоқ муддатли «инфратузилма облигация»лари ва «депозитар тилхатлар»ни муомалага киритиш юзасидан ишлаб чиқилган таклиф фонд бозорининг жозибадорлигини оширади ва инвестицияларни жалб этиш имкониятини кенгайтиради.

7. Фонд бозорида ахборотларни ошкор этиш механизми ва аҳоли молиявий саводхонлигининг талаб даражасида эмаслиги фонд бозори савдо айланмасига жиддий таъсир этмоқда. Шу муносабат билан ахборотни ошкор этиш тизимининг ва аҳоли молиявий саводхонлигини оширишнинг янгича такомиллашган механизмини қўллаш бўйича тавсияларнинг амалга оширилиши аҳоли бўш маблағларини фонд бозорига жалб этишни фаоллаштиради.

8. Фонд бозори инфраструктурасини такомиллаштириш ва институционал инвесторларни шакллантириш заруратидан келиб чиқиб, савдони ташкил этиш жараёнларини ва уюшмаган бозорни автоматлаштириш, чекка ҳудудларда фонд бозори дўконларини ташкил этиш, пенсия жамғармаси, инвестиция фондлари, суғурта компанияларининг қимматли қоғозлар билан фаолиятини такомиллаштиришга қаратилган таклифлар фонд бозорида институционал инвесторлар фаолияти самарадорлигининг ошишига олиб келади.

**НАУЧНЫЙ СОВЕТ DSc.27.06.2017.I.15.01 ПО ПРИСУЖДЕНИЮ УЧЕНЫХ
СТЕПЕНЕЙ ПРИ БАНКОВСКО-ФИНАНСОВОЙ АКАДЕМИИ
РЕСПУБЛИКИ УЗБЕКИСТАН И ТАШКЕНТСКОГО
ГОСУДАРСТВЕННОГО ЭКОНОМИЧЕСКОГО УНИВЕРСИТЕТА**

**ТАШКЕНТСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ ЭКОНОМИЧЕСКИЙ
УНИВЕРСИТЕТ**

ХАЛИКОВ УЛУГБЕК РУСТАМОВИЧ

**СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ ФИНАНСИРОВАНИЯ
ИНВЕСТИЦИОННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ЧЕРЕЗ
ФОНДОВОЙ РЫНОК В УЗБЕКИСТАНЕ**

08.00.07 – “Финансы, денежное обращение и кредит”

АВТОРЕФЕРАТ ДИССЕРТАЦИИ

Ташкент – 2017 год

Тема диссертации доктора философии (PhD) зарегистрирована Высшей аттестационной комиссией при Кабинете Министров Республики Узбекистан за В.2017.2.PhD/Iqt.40.

Диссертация доктора философии выполнена в Ташкентском государственном экономическом университете.

Афтореферат диссертации размещён на трёх языках (узбек., рус., англ.) на веб-сайте Научного совета (www.bfa.uz) и «ZiyoNet» Информационно-образовательном портале (www.zivonet.uz).

Научный руководитель:

Мирзаев Фарход Исамович
доктор экономических наук

Официальные оппоненты:

Жумаев Нодир Хосиятович
доктор экономических наук, профессор

Хусанов Нодир Жумаевич
кандидат экономических наук, доцент

Ведущая организация: Институт прогнозирования и макроэкономических исследований при Кабинете Министров Республики Узбекистан.

Защита диссертации состоится «__» _____ 2017 года в ____ часов на заседании Научного совета DSc.27.06.2017.I.15.01 при Банковско-финансовой академии Республики Узбекистан и Ташкентского государственного экономического университета. По адресу: 100000, г. Ташкент, ул. Мовароуннахр, 16, Тел.: (99871) 237-53-25, факс: (99871) 237-54-01, e-mail: info@bfa.uz.

С диссертацией доктора философии (PhD) можно ознакомиться в Информационно-ресурсном центре Банковско-финансовой академии Республики Узбекистан (зарегистрировано за №__). По адресу: По адресу: 100000, г. Ташкент, ул. Мовароуннахр, 16. Тел: (99871) 237-53-25, факс: (99871) 237-54-01, e-mail: info@bfa.uz.

Афтореферат диссертации разослан “__” _____ 2017 года
(реестр протокола рассылки №__ от «__» _____ 2017 года).

А.Ш.Бекмуродов
Председатель Научного совета по
присуждению учёных степеней, д.э.н.,
профессор

У.В.Гафуров
Учёный секретарь Научного совета по
присуждению учёных степеней, д.э.н.,
доцент

Н.М.Махмудов
Председатель Научного семинара при
Научном совете по присуждению учёных
степеней, д.э.н., профессор

ВВЕДЕНИЕ (аннотация диссертации доктора философии (PhD))

Актуальность и необходимость темы диссертации. Движение международного капитала во многом зависит от уровня развития национального фондового рынка. В настоящее время в мировой экономике наблюдается тенденция к доступу базе данных об инвестиционных объектах посредством привлечения инвестиций через фондовые рынки, ускорения процессов глобализации, ускоренного развития глобальной системы доступа в интернет и компьютеризации. В настоящее время в зарубежных странах доля рынка ценных бумаг в ВВП неуклонно растет. В частности, в начале 2017 года этот показатель составлял 37 процентов в США, 35 - в Японии, 33 - во Франции, 32 - в Италии, 31 - в Германии, 24 - в Южной Корее, 23 - в Нидерландах и 19 - в Китае¹¹. Это означает, что наиболее эффективным способом привлечения инвестиций в страну является развитие национального фондового рынка, повышение прозрачности и открытости информации.

В условиях стремительно расширяющихся глобальных фондовых рынков, привлечение инвестиций через фондовые рынки, внедрения современных финансовых инструментов на рынке ценных бумаг, совершенствования механизма инвестиционной деятельности для ценных бумаг, минимизации риска некоторых финансовых инструментов, ранних сигналов риска (early warning signals), используемых инвестиционными банками предупреждающие сигналы (safety nets), использование сетей безопасности на фондовом рынке становится все более важным.

С первых же лет независимости в нашей стране была проделана большая работа по формированию национального фондового рынка и в качестве его основы движения капитала. Полностью созданы законодательные основы и инфраструктура формирования и развития фондового рынка. Однако следует отметить, что национальный фондовый рынок страны не в состоянии полностью выполнить свою важную задачу, такую как распределение и перераспределение средств, то есть эффективное привлечение инвестиций. Поэтому развитие национального фондового рынка является одним из приоритетных задач сегодняшнего дня. В целях дальнейшего повышения эффективности реформ в стране, создания условий для полного и динамичного развития государства и общества, реализации приоритетных направлений модернизации и диверсификации экономики и либерализации всех сфер общества согласно принятым Стратегиям действий по пяти приоритетным направлениям развития Республики Узбекистан в 2017-2021 годах «Стратегии среднесрочного и долгосрочного развития финансового рынка в Республике Узбекистан», в первую очередь, для привлечения прямых

¹¹ Сведения из годового бюллетеня федерации мировых фондовых рынков (WFE FY 2016 Market Highlights).

иностранных инвестиций, которые были определены в качестве одного из основных направлений. Реализация данных задач свидетельствует о необходимости совершенствования финансирования инвестиционной активности в Узбекистане через фондовый рынок.

Данное диссертационное исследование послужит в решении задач, поставленных в Указах Президента Республики Узбекистан «О Стратегии действий по дальнейшему развитию Республики Узбекистан» от 2 февраля 2017 года за №УП-4947, «О первичных мерах по либерализации валютной политики» от 2 сентября 2017 года за №УП-5177, «О Программе мер по обеспечению структурных преобразований, модернизации и диверсификации производства на 2015-2019 годы» и другие нормативно-правовые акты, направленные на привлечение прямых иностранных инвестиций и повышение эффективности.

Соответствие исследований приоритетным направлениям развития науки и технологий республики. Данное исследование выполнено в соответствии с приоритетными направлениями №I № «Духовно-нравственное и культурное развитие демократического и правового общества, формирование инновационной экономики» в рамках проекта ППИ-2 – «Разработка научных основ дальнейшего углубления демократических реформ, формирование гражданского общества, модернизация и либерализация национальной экономики».

Степень изученности проблемы. Теоретические и практические аспекты инвестиционной деятельности и ее финансирования были изучены многими зарубежными учеными-экономистами, в том числе Л.Абалкин, Б.Алехин, Р.Дорнбуш, А.Иванов, Я.Корнай, Дж. Матук, А.Навой, Э. Петере, Ж.Хикс, О.Хмыз, У.Шарп, Л. Сауткина, Е. Дориной и другими¹².

Научные, теоретические и методологические вопросы инвестиционной деятельности и её финансирования в Узбекистане были рассмотрены в научных работах И. Бутикова, А. Вахобова, Н. Хайдарова, Ф. Додиева, Н.Джумаева, Н. Каримова, В. Котова, А. Ли, Ф. Мирзаева, М. Хамидулина, Ф.Хамидовой, Д.Гозибекова, Ш.Шохаъзамий, Т.Ядгарова, Н.Хусанова¹³.

¹² Алехин Б.И. Рынок ценных бумаг (введение в фондовые операции). М.: Финансы и статистика, 1991. – 230с.; Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж. Инвестиции: Пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 1999. - XII, 1025 с.; Абалкин Л. Ценные бумаги и фондовый рынок. – М.: Экономика, 1999.; Иванов А.П. Финансовые инвестиции на рынке ценных бумаг. – М., 2010.; 1994.; Петере Э. Хаос и порядок на рынках капитала. – К.: Альфа Капитал, Лагос, 1997. – 230 с.; Хикс Дж. Р. Стоимость и капитал. – М.: Прогресс, 1988. - 365 с.; Хмыз О.В. Международная финансовая интеграция коллективных инвесторов // Финансы. – М. 2007. – №8. – 56 с.; Навой А.В. Структурный анализ международного движения капитала //Деньги и кредит. – М., 2007. – №1. –44 с.; Сауткина Л.С. Новые тенденции в механизме финансирования инвестиционного процесса // Контентус. 2015. № 5 (34). С. 1-7.; Дорина Е.Б. От гипотезы эффективности фондового рынка к теории поведенческих финансов // Белорусский экономический журнал. - 2013. - №4. - С. 118-125.

¹³ Вахобов А.В., Хаджибакиев Ш.Х., Муминов Н.Г. Иностранные инвестиции. - Т.: Finance, 2010. - 329 б.; Бутиков И.Л. Рынок ценных бумаг Узбекистана: проблемы формирования и развития. - Ташкент: Консульство, 2008; Хамидулин М.Б. Развитие финансового управления корпоративным управлением. -

Тем не менее, следует отметить, что до сегодняшнего дня в исследовательских работах по развитию инвестиционной деятельности через фондовые рынки, поддержка, увеличение объёмов инвестиций через фондовые рынки, стимулирование с помощью различных финансовых инструментов, увеличение производства и занятости населения не были проведены тщательные анализы. Отсутствие конкретных исследований по систематическому и всестороннему изучению специальных научных, теоретических, практических и методологических и нормативных оснований по дальнейшему развитию фондового рынка республики посредством совершенствования финансирования инвестиционной деятельности, в первую очередь, налаживание дешёвого спроса на финансовые ресурсы, обеспечения эффективным капиталом стало основой выбора данной темы диссертации.

Связь темы диссертации с научно-исследовательскими работами высшего учебного заведения, где выполнена диссертация. Диссертационное исследование проводилось в стратегическом направлении плана исследований Ташкентского государственного университета экономики и Ташкентского финансового института на тему «Научные основы финансовой, банковской и учётной систем в условиях модернизации экономики» (2013-2017 гг.).

Целью исследования является разработка теоретических и практических рекомендаций по совершенствованию финансирования инвестиционной деятельности через фондовый рынок Узбекистана.

Задачи исследования:

изучение понятия «фондового рынка» и научно-теоретических взглядов на финансирование инвестиционной деятельности через фондовый рынок;

изучение теоретических концепций экономического роста через фондовый рынок и факторов его ускорения;

этапы развития фондового рынка Узбекистана, анализ текущего состояния финансирования инвестиционной деятельности через «Ташкентскую фондовую биржу» и выявление существующих проблем привлечения инвестиций через фондовый рынок;

оценка на основе эконометрических моделей факторов, влияющих на национальный фондовый рынок в привлечении инвестиций в страну;

Т.: Финансы, 2008. - 204 стр.; Котов В.А. Организационное синдикация цунами. - Т.: Финансы, 2007. - 23 стр.; Гозибеков Д.Г. Проблемы инвестиционного финансирования. DesYusupov степень для проверки. Автореф. - Ташкент, 2002. - 41 б.; Мирзаев Ф.И. Методы оценки рисков операций на финансовых рынках (примеры ценных бумаг): Дисс. книг. i.f.n. - Ташкент, 2002. - 22 ч.; Хайдаров Н.Х. Вопросы совершенствования финансовых и налоговых отношений в инвестиционной деятельности предприятий в условиях либерализации экономики: дис. книг. desYusupov - Ташкент, 2003. - 29 с. Джумаев Н.Х. Совершенствование методологии регулирования валютных отношений в Узбекистане: дисс. книг. desYusupov - Ташкент, 2008. - 37 стр.; Каримов Н. Вопросы внедрения рыночных механизмов финансирования инвестиционной деятельности в условиях экономической интеграции. - Т.: Science and Technology, 2007; Ли А. А.

разработка научно обоснованных предложений и практических рекомендаций по совершенствованию инвестиционной деятельности через фондовый рынок.

Объектом исследования является инвестиционная деятельность, осуществляемая через Республиканскую фондовую биржу «Ташкент».

Предметом исследования являются экономические отношения, возникающие в процессе финансирования инвестиционной деятельности через фондовый рынок.

Методы исследования. В исследовании используется систематический подход, анализ и синтез, функциональный и сравнительный анализ, группировка, индукция и дедукция, прогнозирование, логическое завершение экономических процессов, сравнение статистических данных и других методов. При отражении данных были использованы модели и методы кумулятивного количества (CUSUM), позиционного графика (SPOTTED) и сложных авторегрессивно распределенных моделях лаг (промежуточные) Autoregressive Distributed Lag (ARDL).

Научная новизна исследования:

предложено внедрение долгосрочных и высокодоходных инструментов для дальнейшего развития деятельности фондового рынка, в частности, финансирование инвестиций посредством использования «инфраструктурных облигаций» в качестве инструмента ценных бумаг;

совершенствование научно-методических основ внедрения «депозитарных расписок» как наиболее эффективного средства совершенствования деятельности рынка ценных бумаг;

разработан усовершенствованный механизм участия на фондовом рынке стратегически значимых компаний, имеющих высокий уровень ликвидности и выпуска дополнительных ценных бумаг;

обоснованы эффективные пути уменьшения доли государства в уставном капитале акционерного общества для активизации процессов привлечения иностранных инвесторов и менеджеров.

Практические результаты исследования:

объяснение роли и важности тенденций формирования и развития фондового рынка и его инвестиционного финансирования, оценка состояния национального фондового рынка;

в целях укрепления позиций Республиканской фондовой биржи «Ташкент» на международном рынке рекомендуется использовать принципы обеспечения рыночного равновесия;

обоснованы пути внедрения и способы реализации новых инструментов на финансовом рынке Узбекистана, т.е. механизм перевода «IPO»;

разработано предложение усовершенствования ЕПТК (единый программно-технический комплекс) Республиканской фондовой биржи;

на основе конкретных моделей проведён анализ будущих перспектив возможностей финансирования инвестиций через фондовые рынки.

Достоверность результатов исследования. Достоверность результатов исследования определяется сравнительным и критическим анализом научных и теоретических взглядов видных учёных-экономистов на совершенствование фондового рынка, изучением и обобщением передового зарубежного опыта, получением информации из официальных источников национальных и международных организаций, результатам экспертных оценок, статистических данных Государственного комитета по статистике Республики Узбекистан и фондовой биржи «Ташкент», а также других практических данных.

Научно-практическое значение результатов исследования. Важность результатов исследований определяется в возможности использования их в научно-исследовательских работах, посвящённых совершенствованию и развитию финансирования инвестиционной деятельности через фондовые рынки в процессе модернизации экономики, повышению привлекательности акций предприятий и организаций, осуществляющих свою деятельность в республике.

Важность результатов исследований определяется использованием их в реализации акций предприятий через фондовые рынки и разработки целевых программ по повышению инвестиционной привлекательности и принятии законов и законодательных актов, указов и постановлений Президента, постановлений Кабинета Министров и разработки методических указаний и совершенствовании учебных программ в высших учебных заведениях по предметам «Управление инвестиционным портфелем», «Финансовый рынок и ценные бумаги».

Внедрение результатов исследования. На основе полученных научных результатов по совершенствованию финансирования инвестиционной деятельности через фондовый рынок в Узбекистане:

инвестиционное предложение по внедрению долгосрочных и высокодоходных активов для дальнейшего развития деятельности инвесторов, в частности, путем использования «инфраструктурных облигаций» в качестве инструмента ценных бумаг было внесено в новое издание Закона Республики Узбекистан от 3 июня 2015 г. №ЗРУ-387 «О рынке ценных бумаг», (информация Министерства финансов Республики Узбекистан от 7 декабря 2017 года за №ЕТ/15-04-32-10/205-2216). В результате деятельность финансового рынка усовершенствовалась и расширились источники финансирования инвестиций;

предложение по использованию «депозитарных расписок» в усовершенствовании эффективности деятельности рынка ценных бумаг, было внесено в новое издание Закона Республики Узбекистан от 3 июня 2015 года № 387 №ЗРУ-387 «О рынке ценных бумаг», (информация Министерства финансов Республики Узбекистан от 7 декабря 2017 года за

№ЁТ/15-04-32-10/205-2216). В результате была предоставлена возможность усовершенствования нормативных основ для повышения привлекательности национального фондового рынка для иностранных инвесторов;

предложение по расширению привлечения иностранных инвестиций, посредством выпуска дополнительных акций расширить сферу деятельности компаний, имеющих стратегического значения для страны и высокий уровень ликвидности на фондовом рынке было внедрено в практику Ташкентской республиканской фондовой биржи (информация от 14 декабря 2016 года за №01/08-07-1714). В результате объем сделок на республиканской фондовой бирже увеличился на 10%;

предложение по привлечению иностранных инвесторов и менеджеров в акционерные общества, а также сокращение государственной доли в уставном капитале акционерных обществ было внедрено в практику Ташкентской республиканской фондовой биржи (информация от 14 декабря 2016 года за №01/08-07-1714). В результате торговый оборот биржи увеличился на 49%.

Апробация результатов исследования. Результаты данного исследования были обсуждены на 17 научно-практических конференциях, в том числе, 13 республиканских и 4 международных.

Публикация результатов исследования. По теме диссертации опубликовано 27 научных работ, в том числе, 13 научных статей в журнале, 9 из которых в республиканских и 4 в зарубежных журналах, рекомендованных к публикации основных научных результатов докторских диссертаций Высшей аттестационной комиссии Республики Узбекистан.

Структура и объем диссертации. Структура диссертации состоит из введения, трех глав, заключения и рекомендаций, списка использованной литературы и приложений. Объем диссертации составляет 152 страниц.

ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ ДИССЕРТАЦИИ

В **Введении** определена актуальность и необходимость темы диссертации, цели и основные задачи исследования, сформирован объект и предмет исследования, показана зависимость развития науки и технологий республики от приоритетных направлений, изложены научная новизна и практические результаты исследования, указаны научно-практическая значимость полученных результатов, результаты исследования опробованы путём внедрения их в практику, приведена информация об опубликованных работах и структуре диссертации.

В первой главе диссертации - **«Теоретико-методологические основы финансирования инвестиционной деятельности через фондовый**

рынок» обоснованы научно-теоретические аспекты экономической сущности, необходимости и значения привлечения инвестиций через фондовый рынок, в том числе, сконцентрирования и перераспределения временно свободных в обороте денежные средства через национальный фондовый рынок и модернизации экономики, а также повышения темпов финансирования для развития.

В результате исследований, проведенных автором, обосновано, что в настоящее время понятие «фондового рынка» по своей сути хотя и рассматривается как финансовая категория, но по значимости оно является одним из факторов, непосредственно влияющих на стабильность мировой экономики.

В свою очередь, ученые-экономисты прокомментировав азиатский кризис 1998 года, заявили, что «холодная война ведётся уже не оружием, а капиталом. Теперь не страшен тот, кто устанавливает военную технику в какой-либо стране, а тот, кто сосредотачивает свои корпорации в экономике этой страны, и это для него является победой»¹⁴, давая этим понять важную значимость фондового рынка в современной экономической системе.

Стоит отметить, что глобальный кризис в мировой экономике и ее длительные последствия, которые охватили все отрасли, исходят от фондового рынка. Кстати, фондовый рынок в развитых странах играет роль «аккумулятора капитала», привлекает свободные денежные средства населения и предприятий в фондовый рынок, тем самым превращая недействующие активы в инвестиции. Уровень экономического развития стран измеряется ключевыми макроэкономическими показателями, и их эффективность характеризуется показателями активности на фондовом рынке. Фондовый рынок отражает уровень развития имущественных отношений в стране, а также бизнес-среду и финансовую деятельность населения и предприятий.

Научно-теоретически обоснованы преимущества совершенствования финансирования инвестиционной деятельности путем внедрения новых инновационных рыночных инструментов (венчурного капитала, ипотечных сертификатов, IPO, сделки по объединению через фондовый рынок (M&A), секьюритизации стартапов) национальный фондовый рынок.

В исследовании автором проанализирована структура финансовых инструментов на фондовом рынке Узбекистана, их уровень использования и существующие недостатки (рисунок 1).

На рисунке 1 показано, что инструменты фондового рынка были разделены на 4 группы в соответствии с их долей в биржевых торгах и рыночном обороте. Акции, облигации и сделки РЕПО были включены в

¹⁴ Mark, W. (2012). The Presidency of Bill Clinton: The Legacy of a New Domestic and Foreign Policy. History Publishers. 280 p.

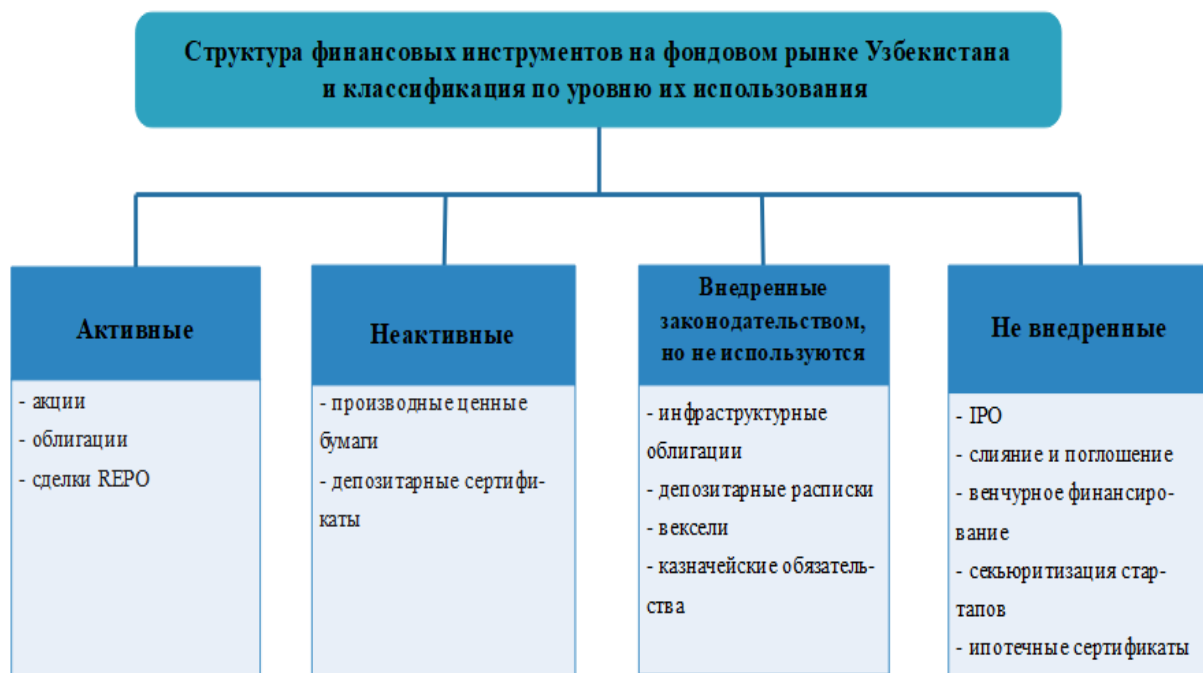


Рисунок 1. Структура финансовых инструментов на фондовом рынке Узбекистана и классификация по уровню их использования¹⁵.

группу «активных инструментов» в соответствии с долей и биржевых сделок на торгах. Из-за незначительности доли производных ценных бумаг и депозитных сертификатов, разрешённых законом, они указаны в группе «неактивных» инструментов, а инфраструктурные облигации, депозитные расписки, векселя и казначейские обязательства из-за не участия их на торгах классифицированы как «внедрённые, но не используемые». Инструменты и операции, широко используемые в международной практике, в частности IPO, слияния и объединение (M&A), венчурное финансирование, секьюритизацию стартапов, ипотечные сертификаты, не смотря на готовность национальной экономики, в том числе фондового рынка не были внедрены, и поэтому они были учтены в группу под тем же названием.

Было высказано, что в зарубежных странах для хозяйствующих субъектов, внесённых в листинг фондового рынка созданы льготы и все условия.

На сегодняшний день акционерные общества являются основными участниками фондового рынка и биржевых торгов, и обоснована практическая значимость стабильности их деятельности и повышения эффективности фондового рынка.

В частности, по состоянию на 1 января 2017 года в Узбекистане насчитывались более 659 акционерных обществ, из которых только 191 (более 28 процентов), выполнившие соответствующие требования, были

¹⁵ Составлена на основе разработок автора.

внесены в листинг на бирже. Более 468 (72%) из них не вошли в список, поскольку они не соответствовали требованиям.

В мировой практике ведущие фондовые биржи ещё до формирования своих индексов устанавливали «мягкие» требования (Soft Policy) для внесения акционерных компаний в листинг, а процедура входа в листинг была невероятно проста. Это стало важным фактором увеличения числа компаний, входящих в листинг фондового рынка и повышения привлекательности их ценных бумаг. Однако, несмотря на низкий уровень привлекательности индексов фондового рынка требования к листингу очень сложны, и акционерные общества не заинтересованы в участии в биржевых торгах. В частности, требования к сумме уставного капитала и рентабельности, а также после внесения в листинг организационно-административные требования (предоставление отчета, публикация проспекта, регулярное обновление веб-сайта и т. д.) негативно сказываются на их деятельности на фондовом рынке, и данная ситуация теоретически и практически доказана в диссертационной работе.

В нынешних условиях экономика предполагает создание благоприятных условий не только для институциональных инвесторов, но и для частных инвесторов. В то же время в национальном фондовом рынке существует несколько основных инструментов фондового рынка для различных типов частных инвесторов.

В результате исследований стало возможным внедрение методов вложения инвестиций в процессе анализа теоретических источников и приведение в единую систему принятия решений по ним. Кроме того, это позволило расширить состав основных методов ведения инвестиционной деятельности через фондовый рынок, и они характеризуются как: Активные и Неактивные (ситуативный, относительной стоимости, хеджирование рынка, спекулятивный) методы.

Несмотря на наличие различных методов, автор заявляет, что в настоящее время нет единого подхода к каждому из них, и что каждый из них недостаточно используется инвесторами. Тем не менее, предлагаемая систематизация позволит инвестору самому выбрать наиболее подходящий способ и использовать их в рамках механизма финансирования инвестиционной деятельности через его преимущества и недостатки.

Во второй главе диссертации - **«Анализ текущего состояния финансирования инвестиционной деятельности через фондовый рынок в Узбекистане»** обоснована необходимость принятия во внимание потенциал инновационной, научной и финансовой грамотности для развития национального фондового рынка, анализ процессов финансирования инвестиционной деятельности через фондовый рынок, а также, проведён эконометрический анализ определения стоимости

инвестиций, привлечённых посредством фондового рынка и влияющих факторов.

В настоящее время в Узбекистане насчитывается более 100 профессиональных участников фондового рынка. В этой сфере используется более 70 нормативных документов. В развитии национального фондового рынка делаются поэтапные шаги для выполнения рекомендаций «Группы Тридцать» (The Group of Thirty) Международных финансистов и экономистов.

Анализ показывает, что основными участниками Республиканской фондовой биржи «Ташкент» являются коммерческие банки, и около 60-70% его торгового оборота составляет купля-продажа акций банков. Это, в свою очередь, указывает на низкий уровень участия предприятий реального сектора на фондовом рынке и наличие ряда проблем в привлечении инвестиций через фондовый рынок. Также, по данным Государственного депозитария ценных бумаг, по состоянию на 1 декабря 2017 года ведётся учёт 581,3 штук тыс. корпоративных облигаций на общую сумму 254,27 млрд. сумов. Мы видим, что из этой суммы 204,27 миллиарда сум в количестве 553 тыс. штук эмиссия облигаций 10 коммерческих банков, и всего лишь 1 эмитентом является АК «Узавтосаноат» (Таблица 1).

Таблица 1

Информация о ценных бумагах, учитываемых в Государственном Центральном депозитарии ценных бумаг Республики Узбекистан¹⁶

I. Корпоративные облигации:		
Эмитенты	Объём выпуска (млрд. сумах)	Количество облигаций (млн.штук)
Итого:	254,27	0,58
В том числе:		
Банки:	204,27	0,53
АКБ УзПСБ	43,06	0,34
Национальный банк ВЭД	100,00	0,10
АКБ Асака	30,00	0,03
АИКБ Ипак йули	8,21	0,01
АКБ Кишлоккурилишбанк	5,00	0,01
ЧАКБ Трастбанк	2,00	0,0020
АКБ Туронбанк	3,00	0,0030
АКБ Алокабанк	3,00	0,03
АКБ Капиталбанк	5,00	0,01
АКИБ Ипотека банк	5,00	0,0005
Другие эмитенты:	50,00	0,05

¹⁶ Подготовлено автором на основании данных сайта:
http://www.deponet.uz/sites/default/files/n_sayt_uzb_011217.pdf

АК Узавтосаноат	50,00	0,05
II. Инфраструктурные облигации:		
Эмитенты	Объём выпуска (млрд.сумах)	Количество облигаций (млн.штук)
Итого:	-	-

В настоящее время роль коллективных инвесторов в Узбекистане очень низкая, а деятельность их инвестиционных фондов, являющихся их основными участниками, неудовлетворительна. В данное время в Узбекистане всего 9 инвестиционных фондов осуществляют свою деятельность, а страховые компании вообще не участвуют на фондовом рынке. Поэтому коммерческие банки действуют как основные участники из коллективных инвесторов, чьи средства в основном направлены на покупку и продажу акций и частичных облигаций.



Рисунок 2. Доля коммерческих банков в торговом обороте Республиканской фондовой биржи «Ташкент»¹⁰.

Как видно из рисунка 2, доля коммерческих банков в обороте Республиканской биржи за анализируемый период значительно возросла. В частности, этот показатель составляет от 51,6% в 2012 году и до 87,8% к концу 2015 года, и в среднем 50% к концу 2016 года. Это свидетельствует о том, что коммерческие банки являются основными финансовыми посредниками в торговом обороте Республиканской фондовой биржи.

Следует отметить, что согласно проведенным анализам в мировой практике роль коллективных инвесторов повышается в активизации привлечения инвестиций через фондовые рынки. Следует отметить, что коллективные инвесторы традиционно привлекают сбережения и обеспечивают их эффективное распределение, но доля их операций на фондовом рынке уменьшается из года в год. Ниже приводятся некоторые причины, по которым коллективные инвесторы неактивны:

не высокая ликвидность фондового рынка;

¹⁰ Составлено автором на основании отчётных данных Ташкентской фондовой биржи.

налогообложение доходов от дивидендов, в свою очередь, приведет к относительному снижению реальных доходов населения (доход от банковских вкладов не облагается налогом);

основное внимание уделяется традиционному источнику дохода;

формирование основной прибыли в банках - на кредитном рынке, а в страховых компаниях - на рынке депозитов и на рынке государственных ценных бумаг;

отсутствие твердых стратегий по расширению источника доходов с помощью других средств финансового рынка.

Основная цель каждого инвестора, то есть деятельность коллективного инвестора - максимизировать прибыль, достижение таких выгод будет зависеть от эффективности инвестиционного портфеля.

Анализ результатов объёма биржевой торговли за последние 5 лет показывает, что к концу 2016 года биржевой торговый оборот достиг наивысшего уровня за период своей деятельности. Если в 2012 году биржевой торговый оборот составлял более 170,7 млрд. сумов, то в 2013 году этот показатель был на самом низком уровне, а именно 93,2 млрд. сумов (см. рис. 3).

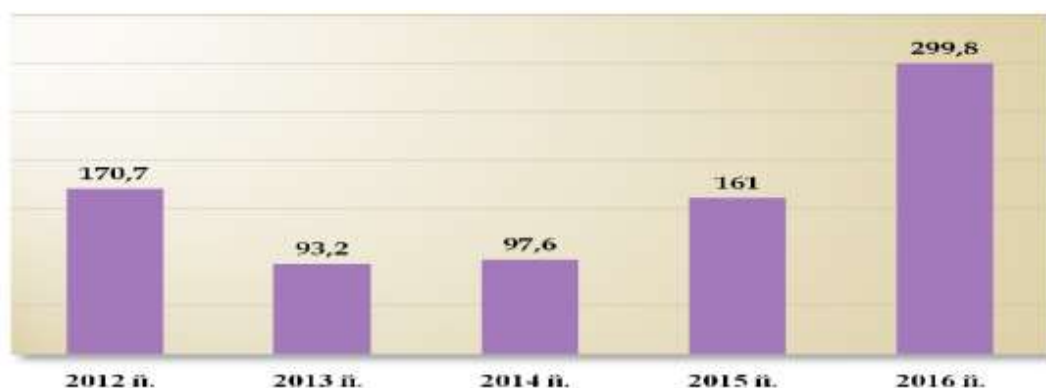


Рисунок 3. Торговый оборот, осуществлённый за период 2012-2016 гг. в РФБ «Ташкент» (млрд. сум)¹⁴

Основным показателем повышения конкурентоспособности рынка ценных бумаг нашей республики является уровень развития вторичного рынка. Коммерческие банки, инвесторы и различные хозяйствующие субъекты, особенно крупные компании, играют важную роль в развитии данного рынка. Однако из-за того, что большинство акционерных обществ не в состоянии удовлетворить требования по листингу, их активность на вторичном рынке остается недостаточной.

Во исполнении задач, поставленных в Указе Президента Республики Узбекистан от 24 апреля 2015 года №УП-4720 «О мерах по внедрению современных методов корпоративного управления в акционерных

¹⁴ Расчитано автором на основе отчётных данных Ташкентской фондовой биржи.

обществах», на 1 января 2017 года насчитывается 659 акционерных обществ, а на 1 января 2016 года 714 акционерных обществ, и по состоянию на 1 января 2015 года их число составляло 1088. По состоянию на 1 января 2017 года общее количество акционерных обществ, внесённых в листинг биржи, составляет 191, из которых 24 относятся к высшей категории «А», 29 к категории «В», 107 акционерных обществ к категории «С» и 31 к категории «D». В частности, в 2016 году акциями листинговых компаний осуществлены 352 сделок на общую сумму 224,2 млрд. сумов, и это составило 75% от общего торгового оборота биржи.

Проведённые анализы показывают, что основными листинговыми компаниями на фондовом рынке являются банки или акционерные общества с большей долей государства. Это, в свою очередь, указывает на наличие определенных проблем в привлечении иностранных инвестиций через фондовый рынок.

Увеличение количества листинговых компаний само по себе гарантирует доверие к ценным бумагам. Листинг является наиболее эффективным инструментом фондовой биржи, что создает широкие возможности для инвесторов выборочно покупать качественные и стабильные ценные бумаги.

В этом разделе диссертации проведены анализы финансирования инвестиционной деятельности, а именно факторов, влияющих на фондовый рынок по модели ARDL, и основанную на их сложных эконометрических методах. Основными показателями деятельности Республиканской фондовой биржи «Ташкент» для оценки влияния привлечения инвестиций на национальную экономику являются: рыночная капитализация, количество проданных акций и влияния факторов, связанных с эмиссией, и выразим всё это следующей простой формулой:

$$MTR = f(IPO, MCP, STC) \quad (1)$$

Здесь,

MTR – объём рыночного оборота;

IPO – эмиссия;

MCP – рыночная капитализация;

STC – количество проданных акций.

Вышеприведенная формула описывает простую функциональную связь, а также состав зависимых и независимых переменных. Согласно правилу Песарана, мы проверим приведенную выше формулу на основе модели ARDL.

Для определения стационарности проведём первичные корневые Тесты Дикки-Фуллера¹⁷ и Филипс-Перрона¹⁸:

¹⁷ Dickey D. and Fuller W. (1979). «Distribution of the Estimators for Autoregressive Time Series with a Unit Root». Journal of the American Statistical Association. 74 (366): 427–431.

¹⁸ Phillips P. and Perron P.(1988). «Testing for a Unit Root in Time Series Regression». Biometrika. 75 (2):

Таблица 2

Тест Дикки-Фуллера

Переменная	Тест Дикки-Фуллера	Лаг	Критическое значение в доверительном интервале 5%	Стационарность
<i>Степень</i>				
LnMTR	-7.673335	0	-3.475305	Стационарный
LnIPO	-7.594974	0	-3.475305	Стационарный
LnMCP	-1.433233	1	-3.476275	Не с тационарный
LnSTC	-9.129258	0	-3.475305	Стационарный
<i>Первичная разница</i>				
Δ LnMTR	-7.592582	3	-3.479367	Стационарный
Δ LnIPO	-9.827443	1	-3.477275	Стационарный
Δ LnMCP	-13.73859	0	-3.476275	Стационарный
Δ LnSTC	-9.153041	2	-3.478305	Стационарный

Основываясь данным таблицы 3, расширенные тесты Дикки-Фуллера и Филипс-Перрона, показывают, что только LnMCP I(0) нестационарен в нулевом порядке, а остальные переменные LnMTR, LnIPO, LnSTC находятся в первичной разнице, а именно согласно условиям теста связанности в первую очередь в порядке стационарности все переменные считаются стационарными. Данный эконометрический анализ осуществлён на основе программного обеспечения EVIEWS 9.5. После теста Дикки-Фуллера мы проводим следующий тест, чтобы определить уровень надежности результата.

Таблица 3

Тест Филлипс-Перрона

Переменная	Тест Филлипс-Перрона	Лаг	Критическое значение в доверительном интервале 5%	Стационарность
<i>Степень</i>				
LnMTR	-7.557862	5	-3.475305	Стационарный
LnIPO	-7.594974	0	-3.475305	Стационарный
LnMCP	-1.688596	3	-3.475305	Не Стационарный
LnSTC	-9.131391	1	-3.475305	Стационарный
<i>Первичная разница</i>				
Δ LnMTR	-45.61169	68	-3.476275	Стационарный
Δ LnIPO	-61.32517	61	-3.476275	Стационарный
Δ LnMCP	-15.12845	2	-3.476275	Стационарный
Δ LnSTC	-44.84143	28	-3.476275	Стационарный

После доказательства существования коинтеграции мы определяем долгосрочные связи с использованием модели ARDL:

$$\ln MTR_t = \varphi_0 + \beta_1 \ln IPO_{t-1} + \beta_2 \ln MCP_{t-1} + \beta_3 \ln STC_{t-1} + u_t$$

Проводим тест на долгосрочную связь с использованием метода ARDL для рынка ценных бумаг:

Таблица 4

Коэффициент ARDL

Переменная	Коэффиц.	Ст. ошибка	t-статистика	Вероят.*
LnMTR(-1)	-0.048106	0.117358	-0.409904	0.6833
LnIPO	0.068412	0.046011	1.486866	0.1421
LnIPO(-1)	-0.021011	0.031880	-0.659047	0.5123
LnIPO(-2)	0.103460	0.036712	2.818105	0.0065
LnMCP	-0.298742	1.425033	-0.209639	0.8346
LnSTC	0.488546	0.112829	4.329982	0.0001
C	5221.816	8325.979	0.627171	0.5328
Квадрат остатков	0.681572	Зависимая перемен. ср. арифм.		15317.46
Квадрат изменённых остатков	0.531402	Станд. откл. завис. перемен.		15754.03
Станд. ошибка при рег.	11879.40	Критерий Акаике		21.69893
Сумма квадр. остатков	8.75E+09	Критерий Шварца		21.92557
Близость Логариф. ист.	-741.6129	Критерий Ханнан-Квина		21.78884
F-статистика	9.598727	Критерий Дарбин-Уотсона		1.999111
Вероятность (F-стат.)	0.000000			

*Примечание: Р-значения и другие тесты не принимаются во внимание при выборе модели.

Коэффициенты ARDL, представленные в таблице 4, показывают, что количество эмиссий и проданных акций оказывает положительное влияние на объем инвестиций. При условии, что другие показатели не изменятся, и если объем эмиссии увеличится на одну единицу, объем рыночного оборота увеличится на 0,14 единицы, а если количество проданных акций увеличится на единицу, то оборот рынка увеличится на 0,48 единицы. Поскольку вероятность значения Р больше 5%, отношение объема капитализации рынка признано незначительным.

Чтобы достичь идеального и детального результата в эконометрическом анализе, желательно исследовать краткосрочные и долгосрочные связи в модели ARDL. Для краткосрочного теста на связанность мы поместили элементы механизма коррекции ошибок в эконометрическую модель следующим образом:

$$\Delta \ln MTR_t = \varphi_0 + \sum_{i=1}^p \varphi_1 \Delta \ln MTR_{t-i} + \sum_{i=0}^p \varphi_2 \Delta \ln IPO_{t-i} + \sum_{i=0}^p \varphi_3 \Delta \ln MCP_{t-i} + \sum_{i=0}^p \varphi_4 \Delta \ln STC_{t-i} + \delta ECM_{t-1} + u_t$$

Здесь, φ_0 - константа, u_t - стандартная ошибка, $\varphi_1, \dots, \varphi_5$ - короткая эластичность, $\beta_1, \dots, \beta_5$ - длительная эластичность, $ЕСМ$ - коэффициент коррекции ошибок, δ - скорость изменения (переменный коэффициент).

Таблица 5.

Коинтеграционная форма и тест долгосрочной связи

Переменная	Коэффиц.	Ст. ошибка	t-статистика	Вероят.
D(LnIPO)	0.068412	0.046011	1.486866	0.0421
D(LnIPO(-1))	-0.103460	0.036712	-2.818105	0.0065
D(LnMCP)	-0.298742	1.425033	-0.209639	0.8346
D(LnSTC)	0.488546	0.112829	4.329982	0.0001
CointEq(-1)	-1.048106	0.117358	-8.930819	0.0000
Cointeq = MTR - (0.1439*IPO -0.2850*MCP + 0.4661*STC + 4982.1467)				
Долгосрочные коэффициенты				
Переменная	Коэффиц.	Ст. ошибка	t-статистика	Вероят.
LnIPO	0.143937	0.059262	2.428821	0.0181
LnMCP	-0.285030	1.359475	-0.209662	0.8346
LnSTC	0.466123	0.116159	4.012805	0.0002
C	4982.146735	7870.296122	0.633032	0.5290

Как видно из таблицы 6, что после корректировки ошибок эмиссия и количество проданных акций оказали положительное влияние на оборот фондового рынка (0,068412 и 0,488546 соответственно), а рыночная капитализация имеет отрицательные и незначительные (-0,298742) влияния.

Тест на долгосрочные связи показал небольшое изменение влияния факторов. В частности, объем эмиссии и продажи акций в долгосрочной перспективе был положительным в объеме оборота рынка (0,143937 и 0,466123 соответственно), а рыночная капитализация была отрицательной (0,285030).

Мы проводим диагностические тесты для определения значимости и уместности полученных результатов. Во-первых, проверить на наличие автокорреляции в результате теста мультипликатора Лагранж Бройш–Годфрина и из-за значение полученных результатов остаток Хи-квадрат меньше квадратной стоимости, модель автокорреляции отсутствует. Отсутствие автокорреляции также было подтверждено критерием Дарбина-Ватсона.

Мы тестируем Бройш-Пагана-Годфри, чтобы выяснить распределение ошибки, имеющейся в регрессии, т.е. для выяснения разрозненности (гетероскедастическая) или организованности – больше значения вспомогательной R-квадрат или F- коэффициент статистики больше распределения F(6,62) в 5% доверительном интервале.

В целях проверки достоверности и правильности полученных результатов проведены тесты свода регрессивных остатков (CUSUM), показывающих стабильность модели и квадратов регрессивных остатков (CUSUM of Squared). Результат показал, что сумма регрессивных остатков (рис. 4) и квадратов регрессивных остатков (рис. 5) не превышала 5% доверительного интервала и что колебания были ограничены в диапазоне и стабильности выбранной модели.

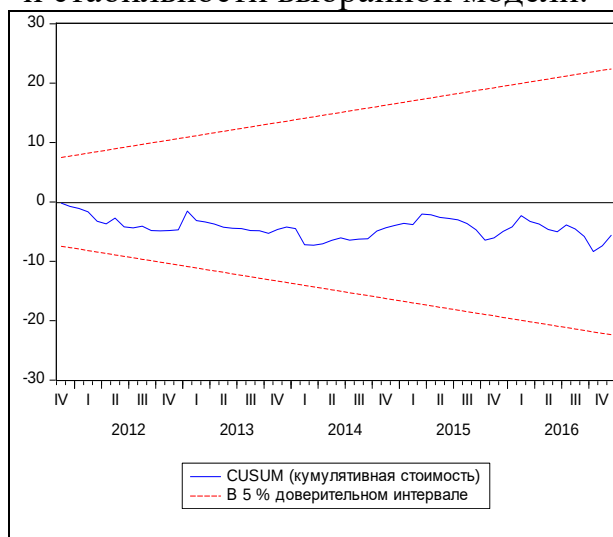


Рисунок 4. Тест совокупности регрессивных остатков (CUSUM)

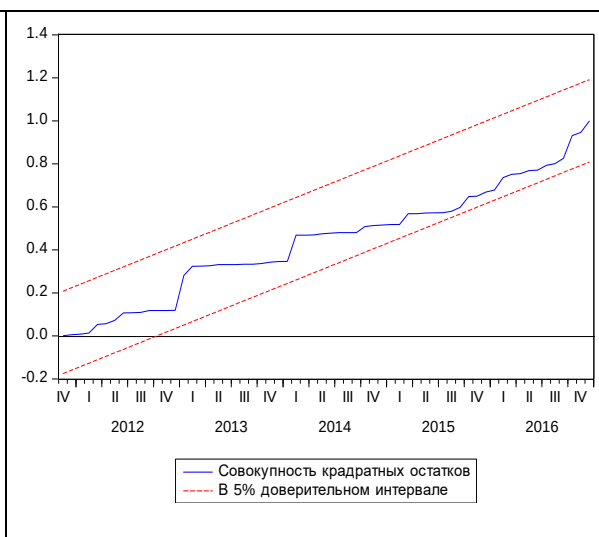


Рисунок 5. Тест совокупности квадрата регрессивных остатков (CUSUM of Squared)

В результате эконометрического анализа, основанного на модели ARDL, увеличение эмиссии и увеличения количества акций стимулируют на долгосрочный и краткосрочный период роста объёма инвестиций, направленных на финансовый рынок. Их увеличение приведет к увеличению объёма оборота рынка ценных бумаг. Увеличение объёма оборота рынка ценных бумаг, в свою очередь, указывает на укрепление фондового рынка в инвестиционной деятельности.

В третьей главе диссертации - **«Пути совершенствования финансирования инвестиционной деятельности через фондовый рынок Узбекистана»** выдвинуты научно-практические взгляды на современные задачи и проблемы инвестиций в нашей экономике, в том числе, совершенствования системы широкого привлечения иностранных инвестиций, основные аспекты финансирования инвестиций через фондовые рынки в Республике Узбекистан.

Привлекательность акций предприятий и организаций, вошедших в листинг, напрямую связана с их деятельностью на вторичном рынке. Хорошо известно, что вторичный фондовый рынок в Узбекистане сейчас формируется и развивается. В нашей стране фондовый рынок испытывает большие трудности, как и все развивающиеся фондовые рынки.

На наш взгляд, развитие вторичного рынка зависит от решения ряда проблем.

Во-первых, значительное увеличение ликвидности ценных бумаг, прежде всего акций. Опыт стран Латинской Америки и особенно Юго-Западной Азии наглядно показывает, что только после достижения внутренней ликвидности акций национальных корпораций и оживления торгов в национальных рынках ценных бумаг появляется интерес иностранных инвесторов и начинается процесс интеграции национальной фондовой биржи в международный фондовый рынок.

Во-вторых, раскрытие информации об этих ценных бумагах и их эмитентах. Сегодня данный вопрос является одним из самых сложных участков на фондовом рынке. Население и организации, имеющие свободные средства, должны владеть самой последней информацией об акционерном обществе, которое они собираются инвестировать, об учредителях и специализации данного общества, о производимой продукции и оборотных средствах, о доходах, прибыли и отношении с кредиторами, и наконец, самое важное – о дивидендах, которые выплачивались акционерным обществом в предыдущие годы.

Хотя прошло мало времени с момента формирования инфраструктуры фондового рынка Узбекистана, ее интеграционный процесс сегодня особо важен. На наш взгляд, необходимо уделять особое внимание созданию и активизации деятельности инвестиционных компаний, занимающихся андеррайтинговыми и дилерскими операциями.

Большое количество сделок на фондовой бирже связано с экономической ситуацией в стране. Исходя из этого, кроме первичного рынка ценных бумаг необходимо развивать и вторичный рынок, и повышать роль коллективных инвесторов. В целях формирования фондового рынка как хорошо развитого механизма, увеличения роли экономики страны и стимулирования деятельности коллективных инвесторов, а также активной работы инструментов финансового рынка необходима предоставить льготы по налогу на доход.

В настоящее время в соответствии с соглашением между фондовыми биржами Узбекистана и Южной Кореи в нашей стране начала свою работу единый программно-технический комплекс (ЕПТК), в связи с чем, торги на бирже осуществляются в онлайн режиме. Тем не менее, выявлены ряд недостатков ЕПТК, которые необходимо решить:

- отсутствие бесперебойного торгового процесса;
- нет возможности узнать о процессе манипуляции;
- при продаже ценных бумаг наблюдается рост цен до 30 процентов по отношению к номинальной стоимости акций, и если такая сумма превышает, сделка будет автоматически прекращена.

Недостатки, которые препятствуют эффективной работе ЕПТК, можно увидеть на рисунке 6. Как видно из рисунка, появляется

необходимость в добавлении в ЕПТК разрозненный рынок и открытие категории «D» для предприятий, которые не вошли листинг и организовать их деятельность. В то же время, облегчение требований по листингу или полная отмена обязательного листинга считается одним из мер этой области.

Принимая во внимание вышесказанное, в целях устранения данных недостатков, в исследовательской работе предложена усовершенствованная система организации ЕПТК (рис. 6).



Рисунок 6. Предыдущие и усовершенствованные системы проведения торгов в Республиканской фондовой бирже «Ташкент»¹⁹.

В настоящее время отсутствие должной прозрачности в информации национальных эмитентов является одним из ключевых факторов низкой капитализации национального фондового рынка. Одним из способов решения этой проблемы является обеспечение полноты и надежности информации в проспекте эмиссии ценных бумаг. Кроме того, ещё одним фактором, влияющего на развитие рынка, считается сложность и требующего длительного времени эмиссия ценных бумаг предприятия (IPO) и их продажа.

Вопрос привлечения иностранных инвестиций посредством продажи ценных бумаг предприятий на международных фондовых биржах также остаётся неудовлетворительным, и корнем проблемы является не включение данных предприятий в листинг мировых фондовых рынков. В то же время желательно упростить порядок и этапы купли-продажи

¹⁹ Составлено автором на основании данных Ташкентской фондовой биржи.

ценных бумаг инвесторами, заинтересованными в приобретении инструментов фондового рынка.

Для покупки ценных бумаг через фондовый рынок инвесторам необходимо специальные счета в банке и депозитарии для брокера, учётной клиринговой палаты. Основываясь на опыте зарубежных стран, предполагается, что инвестор все процедуры управления осуществляет через брокера, и что это должно выглядеть следующим образом.

Подводя итоги, можно сказать, что развитая инновационная инфраструктура является опорой концепции «динамичного развития» инноваций, полученных в результате реформирования инвестиционной деятельности, основанной на национальной инновационной системе. В то же время, невозможно перейти на новый тип управления без высококвалифицированных и высокопроизводительных кадров.

Реализация этих предложений на практике позволит развитию фондового рынка, решению проблем, связанных с координацией данного рынка и улучшения инвестиционного климата в Узбекистане и, в конечном счете, развитию инвестиционной деятельности через фондовый рынок.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В результате осуществления исследований по совершенствованию финансирования инвестиционной деятельности через фондовый рынок в Узбекистане разработаны следующие научные заключения и предложения:

1. Привлечение инвестиций через фондовый рынок является методом, основанный на рыночные механизмы финансирования инвестиций. Осуществление и развитие реформы на фондовом рынке создает предпосылки всесторонней активизации деятельности фондового рынка.

2. В экономически развитых странах фондовый рынок является основным и важным инструментом привлечения инвестиций. Так в Узбекистане в настоящее время существуют некоторые проблемы по развитию фондового рынка. Так, в частности: не развитость фондового рынка; в результате невыполнения фондовым рынком функции распределения и перераспределения предпочтения население и хозяйствующих субъектов кредитного рынка, чем фондового рынка; ограничения основных участников рынка коммерческие банки и акционерные общества с высокой долей государства; низкая привлекательность акций акционерных обществ для иностранных инвесторов и другие проблемы. Исследование этих проблем требует совершенствование концептуальных основ развития фондового рынка.

3. Для развития национального фондового рынка прежде всего необходимо совершенствовать нормативно-правовую базу и разработать

следующие Законы: «О Государственных и муниципальных ценных бумаг», «О страховании рисков связанные с операциями на рынке ценных бумаг», «Об организациях саморегулирование на рынке ценных бумаг», «О разглашении информации участниками рынка ценных бумаг». Разработка этих Законов стимулируют деятельность участников рынка, и обеспечит их правовую защиту.

4. Учитывая такие факторы, как сложность требований листинга на фондовом рынке и множество расходов вызывают ряд проблем для активизации торгов ценными бумагами, необходимо упрощать требования листинга, оптимизации расходов листинга, широкое внедрение практики сдачи документов в электронной системе, создания возможности эффективного использования акционерными обществами, расположенные на отдаленных территориях.

5. Учитывая актуальность процесса продажи акций акционерных обществ страны через крупные зарубежные фондовые рынки и привлечение иностранных инвестиций, предложения по налаживанию государством механизма стимулирования выполнения требований эмитентами Республики листинга мировых фондовых рынков и повышение привлекательности национального фондового рынка для иностранных инвесторов активизируют привлечения иностранных инвестиций.

6. Учитывая, что нехватка современных инструментов на национальном фондовом рынке отрицательно влияет на привлекательность рынка по разработанному предложению необходимо ввести в обращение новые долгосрочные рыночные финансовые инструменты «инфраструктурные облигации» и «депозитарные расписки», это предложение повышает привлекательность рынка и расширяет возможность привлечения инвестиций.

7. Разглашения информации механизма на фондовом рынке и финансовая грамотность населения не на должном уровне сырьезно влияет на торговый оборот фондового рынка. Поэтому, применения рекомендаций совершенствованного нового механизма по разглашению информации на фондовом рынке и финансовой грамотности населения на должном уровне активизируют привлечения временно свободных денежных средств населения на фондовый рынок.

8. Исходя из необходимости совершенствования инфраструктуры фондового рынка разработанные предложения по формированию институциональных инвесторов, автоматизация процессов организации торговли и неорганизованного рынка, организации ларков фондового рынка на отдаленных территориях, совершенствование деятельности пенсионного фонда, инвестиционных фондов, страховых компаний с ценными бумагами приводит повышению эффективности деятельности институциональных инвесторов на фондовом рынке.

**SCIENTIFIC COUNCIL NO DSc.27.06.2017.I.15.01 ON AWARD OF
SCIENTIFIC DEGREES AT BANKING AND FINANCE ACADEMY OF
THE REPUBLIC OF UZBEKISTAN AND TASHKENT STATE
UNIVERSITY OF ECONOMICS**

TASHKENT STATE UNIVERSITY OF ECONOMICS

KHALIKOV ULUGBEK RUSTAMOVICH

**IMPROVEMENT OF FINANCING OF INVESTMENT
ACTIVITY THROUGH THE STOCK MARKET IN
UZBEKISTAN**

08.00.07 – Finance, money circulation and credit

PhD DISSERTATION ABSTRACT ON ECONOMIC SCIENCES

TASHKENT –2017

The theme of doctoral dissertation (PhD) was registered under number B2017.2.PhD/Iqt40. at the Supreme Attestation Commisin at the Cabinet of Ministers of the Republic of Uzbekistan.

Doctoral dissertation has been prepared at the Tashkent state university of economics

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

Scientific supervisor:

Mirzaev Farhod Isamovich

Doctor of Economics

Official opponents:

Zhumayev Nodir Khosiyatovich

Doctor of Economics, Professor

Khusanov Nodir Zhumaevich

Doctor of Economics, Professor

Leading organization:

**Institute for Forecasting and Macroeconomic
Research under the Cabinet of Ministers of the
Republic of Uzbekistan.**

The defense of the dissertation will take place on _____ “__”, 2017 at __ at the meeting of Scientific council No. DSc.27.06.2017.I.15.01. at the Banking and Finance academy of the Republic of Uzbekistan and Tashkent state university of economics. Address: 100000, Tashkent city, Movarounnahr street, 16, e-mail: info@bfa.uz.

The doctoral dissertation can be reviewed at the Information resource center of the Banking and Finance academy of the Republic of Uzbekistan (registered under number__). Address: 100000, Tashkent city, Movarounnahr street, 16, e-mail: info@bfa.uz. Tel.: (99871) 237-53-25, fax: (99871) 237-54-01.

The abstract of dissertation sent out on “__” _____ 2017.

(mailing report No _____ on “__” _____ 2017).

A. Bekmurodov

Chairman of the scientific council for awarding scientific
degrees, Doctor of Economics, Professor

U.Gafurov

Scientific secretary of the scientific council for awarding scientific
degrees, Candidate of Economic Sciences

N.M.Maxmudov

Chairman of the scientific Seminar under the scientific council for
awarding scientific degrees, Doctor of Economics, Professor

INTRODUCTION (abstract of the thesis of the Doctor of Philosophy)

The aim of the research work to develop theoretical and practical recommendations for improving the financing of investment activities through the stock market of Uzbekistan.

The task the of research work are:

- Study of the concept of "stock market" and scientific and theoretical views on financing investment activity through the stock market;
- studying theoretical concepts of economic growth through the stock market and factors of its acceleration;
- Stages of development of stock market in Uzbekistan, analysis of current investment financing through the "Tashkent" Stock Exchange and identification of existing problems in attracting investment through the stock market;
- on the basis of econometric models of factors affecting the national stock market in attracting investment into the country;
- elaboration of scientific recommendations and practical recommendations on improvement of investment activity on the stock market.

The objects of the research work is investment activity carried out through the Republican Stock Exchange "Tashkent".

The scientific novelty of the research work comprised of folloing:

it is proposed to finance long-term and high-yielding instruments for the further development of stock market activities, in particular, through investments through the use of "infrastructure bonds" as a tool of securities;

one of the most effective ways to improve the securities market is the scientific and methodological framework for the use of "depository receipts";

developed an improved mechanism of increasing the presence of companies with a strategic importance in the country and increasing liquidity in the stock market; and issuing additional securities;

stock companies are based on effective ways to reduce government shares in their charter capitals to enhance the process of attracting foreign investors and managers.

Scientific and practical significance of the research results. The scientific significance of the research results is determined by the fact that they can be used in the process of modernization of the economy to carry out scientific research on perfection and development of investment activity through the stock market, enhancing investment attractiveness of the enterprises and organizations operating in the Republic.

The practical significance of the results of the research is that they are developed in accordance with the laws and regulations of the President of the Republic of Uzbekistan on the development of targeted programs and development of investment activity, decrees and resolutions of the President, resolutions and methodical recommendations of the Cabinet of Ministers, and in higher education institutions for the sale of shares of the enterprise through the stock market and increase the investment attractiveness, Improving the curriculum of subjects "Management of Investment Portfolio", "Financial Market and Securities" as well as in the use of teaching aids.

Implementation of research results.

On the basis of scientific results obtained in Uzbekistan on improving investment activity on the stock market:

investment proposal through the use of long-term and highly profitable assets for further development of investors' activity, in particular through the use of "infrastructure bonds" as a tool of securities, was approved by the Law of the Republic of Uzbekistan as of June 3, 2015 No. ZRU-387 "On Securities Market" (Collection of the legislation of the Republic of Uzbekistan on December 7, 2017 N 15-04-32-10 / 205-2216). BBC). As a result, the activity of the financial market has been further improved and the sources of financing of investments have been expanded;

offer to use depositary receipts in improving the securities market activity is included in the new edition of the Law of the Republic of Uzbekistan "On the securities market", approved by the Law of the Republic of Uzbekistan dated June 3, 2015 No. ZRU-387 (Ministry of Finance of the Republic of Uzbekistan dated December 7, Year / 15-04-32-10 / 205-2216). As a result, the legal framework for increasing the attractiveness of the national stock market for foreign investors has been promoted;

the proposal of the Government of the Republic of Uzbekistan to increase the volume of shares of the companies having a strategic importance in the country through extension of foreign investments, issuing additional shares, and the increase of the stock market shares in the stock market was introduced into the practice of the Republican Stock Exchange "Tashkent" (01/08/2017). As a result, the volume of transactions on the Uzbek Republican Stock Exchange increased by 10%;

the proposal to attract foreign investors and managers to joint-stock companies, as well as to reduce the share of state-owned companies in the charter capital of the joint-stock companies was introduced into the practice of the Republican Stock Exchange "Tashkent" (No. 01 / 08-07-1714 of December 14, 2016). As a result, the trade turnover reached 49%.

ЭЪЛОН ҚИЛИНГАН ИШЛАР РЎЙХАТИ
СПИСОК ОПУБЛИКОВАННЫХ РАБОТ
LIST OF PUBLISHED WORKS

I бўлим (I часть; I part)

1. Халиков У.Р. Қимматли қоғозлар бозорида инвестиция фаолияти // Жамият ва бошқарув. - Тошкент, 2011. -№ 4. –Б. 108-110. (08.00.00 №8).
2. Халиков У.Р. Иқтисодиётни модернизация қилиш шароитида инвестицион фаолиятни ривожлантириш масалалари. // Молия. - Тошкент, 2012. -№2.-Б.102-105. (08.00.00 №12).
3. Халиков У.Р. Фонд бозорида инвестицион фаолият механизмини такомиллаштириш // Жамият ва бошқарув. - Тошкент, 2012. -№ 1. –Б. 75-77.
4. Халиков У.Р. Фонд бозори моҳиятининг илмий-назарий масалалари// Молия.-Тошкент, 2015. -№ 5.Б. 89-94. (08.00.00 №12).
5. Халиков У.Р. Макроиқтисодий муаммоларнинг халқаро фонд бозорларига ва дунё иқтисодиётига таъсири // Иқтисодиёт ва инновацион технологиялар илмий электрон журнали.-Тошкент, 2016.- № 1. (08.00.00 №10).
6. Халиков У.Р. Проблемы и перспективы развития рынка ценных бумаг в республике Узбекистан // Иқтисодиёт ва таълим.-Тошкент, 2016. - № 6.-Б (08.00.00 №11).
7. Халиков У.Р. Фонд бозори: назария ва талқин Ўзбекистонда фонд бозори орқали инвестицион фаолиятни молиялаштиришни такомиллаштириш // Иқтисодиёт ва инновацион технологиялар илмий электрон журнали. -Тошкент, 2016.- № 6. (08.00.00 №10).
8. Khalikov U.R. Marketing Investments from the Financial Perspective: Problems and Suggestions // International Business Management 10(12):2424-2429, 2016. (№40, ResearchGate 0,38; №41, Scimago 0,19).
9. Khalikov U.R. Effect of Stock Market Performance in Investment Attraction and Capital Accumulation // «European Journal of Business and Management», 2016.
10. Khalikov U.R. The relationship between the risk of the asset and its expected rate of return: a case of stock exchange market of five European countries// «International Journal of Modelling and Simulation», 2016. (№40, ResearchGate 0,38; №41, Scimago 0,19).
11. Халиков У.Р. Actual issues of improving role of banks in developing the economy through stock market // IX the international scientific practical conference «Improvement of the relevance of the problem of accounting based international standards», 6 august 2015 year. 117-119.
12. Халиков У.Р. Меры по снижению инфляции в мировой хозяйстве // Тезисы и доклады международной научно-практической конференции

на тему: Социально-экономические закономерности развития мирохозяйственных связей в условиях усиления интеграционных процессов.- Москва, 2006. - С.377-380.

13. Халиков У.Р. Ўзбекистонда фонд бозорини ривожлантириш масалалари // Бухгалтерия ҳисобини халқаро стандартлар асосида такомиллаштиришнинг долзарб масалалари мавзусида IX Халқаро илмий-амалий конференцияси.- Тошкент, 2015.-Б 180-181.

14. Халиков У.Р. Дунё иқтисодиётидаги инқирозлар ва халқаро фонд бозорлардаги тенденциялар // Иқтисодиётда инновацион жараёнларни ривожлантиришида кичик бизнес ва хусусий тадбиркорлик ролини ошириш-иқтисодий ўсиш омилдир мавзусидаги республика илмий-амалий конференция,- Тошкент, 2015.-Б 36-38.

II бўлим (II част; II part)

15. Халиков У.Р. Хорижий инвестицияларнинг жалб қилиш масалалари // Иқтисодиётни эркинлаштириш шароитида молия, кредит, бухгалтерия ҳисоби ва аудитни такомиллаштириш масалалари мавзусидаги Республика талабалар илмий-амалий конференцияси материаллари.-Тошкент, 2004.-Б.175-178.

16. Халиков У.Р. Ўзбекистон Республикасида амалга оширилаётган инвестицион фаолиятнинг асосий йўналишлари // Ўзбекистон иқтисодиётини эркинлаштириш тамойиллари, устувор йўналишлари ва истиқболлари мавзусидаги талабалар, ёш олимлар ва тадқиқотчиларнинг Республика илмий-амалий конференцияси.-Тошкент, 2006 .-Б.183-187.

17. Халиков У.Р. Ўзбекистонда қимматли қоғозлар бозорини ривожлантиришда муаммо ва ечимлар //Ўзбекистон иқтисодиётини эркинлаштириш тамойиллари, устувор йўналишлари ва истиқболлари мавзусидаги талабалар, ёш олимлар ва тадқиқотчиларнинг Республика илмий-амалий конференцияси.-Тошкент, 2006 .-Б.187-189.

18. Халиков У.Р. Қимматли қоғозлар бозорини ривожлантиришдаги жаҳон тажрибалари // Ўзбекистон иқтисодиётини эркинлаштириш тамойиллари, устувор йўналишлари ва истиқболлари мавзусидаги талабалар, ёш олимлар ва тадқиқотчиларнинг Республика илмий-амалий конференцияси. - Тошкент,2006.- Б. 189-191.

19. Халиков У.Р. Пул муомаласи ва унинг амал қилиш қонуниятлари // Илм-фан ва замонавий тафаккур ижтимоий-иқтисодий тарққиёт гаровидир мавзусидаги талабалар, ёш олимлар ва тадқиқотчиларнинг Республика илмий-амалий конференцияси. - Тошкент, 2007.- Б. 388-389.

20. Халиков У.Р. Фонд бозори орқали инвестицион фаолиятни молиялаштиришнинг жаҳон тажрибаси // Инқирозга қарши чоралар дастури асосида молия бозорини ривожлантиришнинг замонавий

тенденциялари ва муаммолари мавзусида республика илмий-амалий конференцияси. –Тошкент, 2011.-Б. 37-39.

21. Халиков У.Р. Фонд бозорининг инвестицион фаолиятни молиялаштиришдаги ўзига хос хусусиятлари // Инқирозга қарши чоралар дастури асосида молия бозорини ривожлантиришнинг замонавий тенденциялари ва муаммолари мавзусида республика илмий-амалий конференцияси.- Тошкент, 2011.-Б.201-203.

22. Халиков У.Р. Инновацион жараёнларни ривожлантиришда фонд бозорининг концептуал масалалари // Иқтисодиётда инновацион жараёнларни ривожлантиришида кичик бизнес ва хусусий тадбиркорлик ролини ошириш-иқтисодий ўсиш омилдир мавзусидаги республика илмий-амалий конференцияси.- Тошкент, 2015.-Б 24-27.

