

**MIRZO ULUG'BEK NOMIDAGI O'ZBEKISTON MILLIY
UNIVERSITETI HUZURIDAGI ILMIY DARAJALAR BERUVCHI
DSc.03/2025.27.12.I.01.10 RAQAMLI ILMIY KENGASH**

TOSHKENT KIMYO XALQARO UNIVERSITETI

G'AYBULLAYEVA ZILOLA RAXMATULLO QIZI

**BANKLARNING QIMMATLI QOG'OZLAR BILAN AMALGA OSHIRILADIGAN
EMISSION OPERATSIYALARINI RIVOJLANTIRISH YO'LLARI**

08.00.07 – Moliya, pul muomalasi va kredit

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

Toshkent – 2026

**Iqtisodiyot fanlari bo'yicha falsafa doktori (PhD) dissertatsiyasi
avtoreferati mundarijasi**

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

**Contents of dissertation abstract of the dissertation for a Doctor of
Philosophy (PhD) in Economic Sciences**

G'aybullayeva Zilola Raxmatullo qizi

Banklarning qimmatli qog'ozlar bilan amalga oshiriladigan emission
operatsiyalarini rivojlantirish yo'llari..... 5

Гайбуллаева Зилола Рахматулло кызи

Пути развития эмиссионных операций коммерческих банков с
ценными бумагами..... 27

Gaybullaeva Zilola Rakhmatullo qizi

Development paths for commercial banks issuing securities
operations ways to ensure the competitiveness of
commercial..... 53

E'lon qilingan ishlar ro'yxati

Список опубликованных работ
List of published works 58

**MIRZO ULUG'BEK NOMIDAGI O'ZBEKISTON MILLIY
UNIVERSITETI HUZURIDAGI ILMIY DARAJALAR BERUVCHI
DSc.03/2025.27.12.I.01.10 RAQAMLI ILMIY KENGASH**

TOSHKENT KIMYO XALQARO UNIVERSITETI

G'AYBULLAYEVA ZILOLA RAXMATULLO QIZI

**BANKLARNING QIMMATLI QOG'OZLAR BILAN AMALGA OSHIRILADIGAN
EMISSION OPERATSIYALARINI RIVOJLANTIRISH YO'LLARI**

08.00.07 – Moliya, pul muomalasi va kredit

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

Toshkent – 2026

Falsafa doktori (PhD) dissertatsiyasi mavzusi O'zbekiston Respublikasi Fanlar akademiyasi huzuridagi Oliy attestatsiya komissiyasida B2024.4.PhD/Iqt4709 raqam bilan ro'yxatga olingan.

Dissertatsiya Toshkent Kimyo xalqaro universitetida bajarilgan.

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

Ilmiy rahbar:

Bobakulov Tulkin Ibodullayevich
iqtisodiyot fanlari doktori, professor

Rasmiy opponentlar:

Berdiyarov Bahridin Tavasharovich
iqtisodiyot fanlari doktori, professor

Xanaliyev Botir Baxtiyorovich
Iqtisodiyot fanlari bo'yicha falsafa doktori

Yetakchi tashkilot:

O'zbekiston Respublikasi Bank-moliya akademiyasi

Dissertatsiya himoyasi Mirzo Ulug'bek nomidagi O'zbekiston milliy universiteti huzuridagi ilmiy darajalar beruvchi DSc.03/2025.27.12.1.01.10 raqamli Ilmiy kengashning 2026-yil "____" _____kuni soat ____ dagi majlisida bo'lib o'tadi. Manzil: 100174, Toshkent shahri, Universitet ko'chasi, 4-uy. Tel.: (+99891)246-08-62; (+99871) 227-10-59; faks:(+99871) 246-65-24; e-mail: rector@nuu.uz

Dissertatsiya ishi bilan Mirzo Ulug'bek nomidagi O'zbekiston milliy universitetining Axborot-resurs markazida tanishish mumkin (____ raqami bilan ro'yxatga olingan). Manzil: 100174, Toshkent shahri, Universitet ko'chasi, 4-uy. Tel.: (+99891)246-08-62; (+99871) 227-10-59; faks:(+99871) 246-65-24; e-mail: rector@nuu.uz

Dissertatsiya avtoreferati 2026 yil "____" _____kuni tarqatildi.

(2026 yil "____" _____dagi ____ raqamli reestr bayonnomasi).

A.T. Umarov

Ilmiy darajalar beruvchi Ilmiy kengash raisi, iqtisodiyot fanlari doktori, dotsent

Q.Q. Mambetjanov

Ilmiy darajalar beruvchi ilmiy kengash ilmiy kotibi, iqtisodiyot fanlari doktori, professor

B.T. Berdiyarov

Ilmiy darajalar beruvchi ilmiy kengash qoshidagi Ilmiy seminar raisi, iqtisodiyot fanlari doktori, professor

KIRISH (falsafa doktori (PhD) dissertatsiyasi annotatsiyasi)

Dissertatsiya mavzusining dolzarbligi va zarurati. Jahonda bank amaliyoti tijorat banklarining qimmatli qog'ozlar bilan amalga oshiriladigan emission operatsiyalarini rivojlantirish ularning resurs bazasini mustahkamlashning zaruriy sharti hisoblanadi. Shu boisdan, dunyo mamlakatlarining bank amaliyotida tijorat banklarining emission faoliyatini rivojlantirishga banklar faoliyatining barqarorligini ta'minlashning ustuvor yo'nalishlaridan biri sifatida qaralmoqda. Xususan, "Yaponiyaning Bank of Tokyo-Mitsubishi banki tomonidan muomalaga chiqarilgan o'z qimmatli qog'ozlarini sotishdan olingan pul mablag'larining miqdori 2021-2024-yillarda o'sish tendensiyasiga ega bo'lgani holda, 2024-yilda 2020-yilga nisbatan 55,8 foizga o'sgan. Germaniyaning BNP Paribas banki tomonidan muomalaga chiqarilgan o'z qimmatli qog'ozlarining passivlarning umumiy hajmidagi salmog'i 2020-2024-yillarda oshish tendensiyasiga ega bo'lgani holda, 2024-yilda 2020-yilga nisbatan 8,5 foizli punktga oshgan"¹. Bu esa, tijorat banklarining emission operatsiyalarini rivojlantirish borasidagi ilg'or xorij tajribasini o'rganish va umumlashtirish zaruriyatini yuzaga keltiradi.

Jahonda banklar aksiyalarining investitsion jozibadorligini ta'minlash, tijorat banklarining emission faoliyati samaradorligini innovatsiyalar asosida oshirish, banklar passivlarining barqarorligini ta'minlash, tijorat banklarining "yashil" obligatsiyalari muomalasini tashkil qilish va tartibga solishni takomillashtirish, jumladan banklarning depozit va jamg'arma sertifikatleri muomalasini tashkil qilish va tartibga solish, tijorat banklarining emissiya portfelini diversifikatsiya qilishga bag'ishlangan ilmiy tadqiqotlar olib borilmoqda.

O'zbekistonda 2020-2025-yillarga mo'ljallangan strategiyasida "moliya bozorida teng raqobat sharoitlarini yaratish, banklarning davlat resurslariga qaramligini pasaytirish, korporativ boshqaruvni takomillashtirish va xalqaro amaliy tajribaga ega bo'lgan menejerlarni jalb qilish, davlat ulushi mavjud tijorat banklarini kompleks transformatsiya qilish"² singari vazifalar belgilab berilgan. Bu vazifalarni bajarish tijorat banklarining qimmatli qog'ozlar bilan amalga oshiriladigan emission operatsiyalarini rivojlantirish zaruriyatini yuzaga keltiradi.

O'zbekiston Respublikasi Prezidentining 2026 yil 16 fevraldagi PF-21-sonli "Mamlakat taraqqiyotining 2030-yilgacha mo'ljallangan ustuvor yo'nalishlari doirasida islohotlarni izchil davom ettirish va yangi bosqichga olib chiqishning qo'shimcha chora-tadbirlari to'g'risida", 2022-yil 28-yanvardagi PF-60-sonli "2022-2026-yillarga mo'ljallangan yangi O'zbekiston taraqqiyot strategiyasi to'g'risida", 2020-yil 12-maydagi PF-5992-sonli "2020-2025-yillarga mo'ljallangan O'zbekiston Respublikasining bank tizimini isloh

¹ Bank of Tokyo-Mitsubishi. Consolidated summary Balance Sheet. Annual Reports//bk. mufg.jp/global/BNP Paribas. Annual reports//www.bnpparibas.com.

² O'zbekiston Respublikasi Prezidentining 2020-yil 12-maydagi PF-5992-son "2020-2025-yillarga mo'ljallangan O'zbekiston Respublikasining bank tizimini isloh qilish strategiyasi to'g'risida"gi Farmoni

qilish to'g'risida"gi Farmonlari, 2017-yil 12-sentyabrdagi PQ-3270-sonli "Respublika bank tizimini yanada rivojlantirish va barqarorligini oshirishga doir chora-tadbirlar to'g'risida"gi Qarori va boshqa sohadagi normativ-huquqiy hujjatlarda belgilangan vazifalarni bajarishda muayyan darajada xizmat qiladi.

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

Muammoning o'rganilganlik darajasi. Tijorat banklarining qimmatli qog'ozlar bilan amalga oshiriladigan emission operatsiyalarini rivojlantirish masalasi uzoq xorijlik H.Markovits, R.Banerjee, J.Contreras, A.Mehrotra, F.Zampolli, M.S.Frederic, E.G. Eakins³ iqtisodchi olimlar tadqiqot ishlarida tahlil etilgan.

Yaqin xorijlik iqtisodchilar Yu.Morozkin, J.Sinki,V.Usoskin, I.Larionova, Ye.Meshkova, U.Sharp, G.Aleksander, D.Beyli, S.Vayn, A.Verigo, S.Chagan, Ye.Alifanova, Yu.Yevlaxova, T.Goncharenko⁴larning tadqiqot ishlarida tijorat banklarining qimmatli qog'ozlar bilan bog'liq operatsiyalarini rivojlantirish bilan bog'liq izlanishlar olib borishgan.

O'zbekistonlik iqtisodchi olimlardan A.Omonov, J.Majidov, Z.Xolmaxmadov, X.Tillayev, I.Xudoyqulov, B.Odilov⁵ va boshqalarning ilmiy

³ Markowitz H. Portfolio Selection. The Journal of Finance, 1952 – №7. – R. 77-91.; Banerjee R., Contreras J., Mehrotra A., Zampolli F. Inflation at Risk in Advanced and Emerging Market Economies//Journal of International Money and Finance. – 2024. – Vol. 142. – Article 103025. doi: 10.1016/j.jimonfin.2024.103025.; Berger A. N., Karolyi S., Roman R. A. Commercial Banking: Distinct Value, Roles, and Methods. – Academic Press, 2025.; Frederic S. Mishkin and Stanley G. Eakins. Financial markets and institutions. Global edition. Pearson, 2018. – P. 290. (706 p).;

⁴ Морозкин Ю.Н, Свистунова Е.С. Управление портфелем сменных бумаг в коммерческом банке//Вестник Челябинского государственного университета. – Челябинск, 2011. – №6. – С. 138.; Синки Дж. Финансовый менеджмент в коммерческом банке и в индустрии финансовых услуг. Пер. с англ. – М.: Алпина Паблишер, 2017. – 1018 с.; Усоскин В.М. Современный коммерческий банк: управление и операции. – М.: ЛЕНАНД, 2019. – 217с.; Ларионова И.В. Управление ликвидностью в коммерческом банке на основе денежных потоков. Банковский менеджмент. 5-е изд. – М.: КНОРУС, 2016. – 660с.; Мешкова Е.И. Оценка деятельности и финансовой устойчивости коммерческого банка// Банковский менеджмент. Под ред. проф. О.И. Лаврушина. – М.: КНОРУС, 2016. – С. 141-148.; Шарп У.Ф., Александер Г.Д., Бейли Д.В. Инвестиции. Пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 2016. – 1028 с.; Вайн С. Оптимизация ресурсов современного банка. – М.: Алпина Паблишер, 2013. – 194 с.; Вериги А.В., Чаган С.А. Теоретические аспекты и классификации операций банков с сменными бумагами// Банковский бизнес и финансовая экономика: глобальные тренды и перспективы развития : материалы IX Междунар. науч.-практ. конф. молодых ученых, магистрантов и аспирантов, Минск, 24-мая 2024 г.- Минск, 2024. – 297-300.; Алифанова Е.Н., Евлахова Ю.С. Системно значимые кредитные организации как зона уязвимости к угрозам финансовой безопасности России / Финансы и кредит. 2019. Т. 25, № 8. – С. 1712-1726.; Гончаренко Т.В., Белотсерковский Е.Д., Чагарный А.С. Операции коммерческих банков с сменными бумагами//Финансовые исследования. – Москва, 2020. – № 2. – С. 108-118.; Бутко Ю.А. Сменные бумаги коммерческого банка как объект вложения средств частных инвесторов: возможности и перспективы//Дайджест-Финансы. – Москва, 2001. – №11. – С. 41-48.

⁵ Omonov A.A. Tijorat banklarining resurslarini samarali boshqarish masalalari. i.f.d. ilm. dar. ol. uchun diss. – Toshkent, 2008.; Majidov J.K. O'zbekiston Respublikasi tijorat banklari aktivlar portfellarining sifatini oshirish yo'llari. I.f.b. f.d. diss. avtoref. – Toshkent, 2020. – 54 b.; Xolmaxmadov Z.A. Milliy bank tizimi: barqarorlikni ta'minlash va istiqbol//«Xalqaro moliya va hisob» ilmiy elektron jurnali. – Toshkent, 2018. – № 4 – 5, avgust-oktyabr.; Tillayev X.S. Tijorat banklarining qimmatli qog'ozlar bozoridagi faoliyatini rivojlantirish: Iqtisodiyot fanlari bo'yicha falsafa doktori (PhD) dissertatsiyasi avtoreferati – Toshkent, 2020. – 26 b.; Xudoyqulov X.X. Fond bozori aktivlarini baholash mexanizmini takomillashtirish: Iqtisodiyot fanlari

ishlarida tijorat banklarining qimmatli qog'ozlar bilan amalga oshiriladigan emission operatsiyalarini rivojlantirishning ilmiy-nazariy va amaliy jihatlarini tadqiq qilish.

Biroq, O'zbekistonlik iqtisodchi olimlar tomonidan milliy bank tizimini isloh qilish sharoitida tijorat banklarining qimmatli qog'ozlar bilan amalga oshiriladigan emission operatsiyalarini rivojlantirish masalasi dissertatsion tadqiqot obyekti sifatida o'rganilmagan.

Dissertatsiya mavzusining dissertatsiya bajarilayotgan oliy ta'lim muassasasi ilmiy tadqiqot ishlari rejasiga bog'liqligi. Mazkur dissertatsion tadqiqot Toshkent Kimyo xalqaro universitetining ilmiy tadqiqot ishlari rejasiga muvofiq amalga oshirilayotgan F-1-115 - "O'zbekiston-2030" strategiyasi maqsadlariga mos ravishda Milliy moliya-kredit tizimini rivojlantirishning nazariy va metodologik asoslari" mavzusidagi tadqiqot loyihasi doirasida bajarilgan

Tadqiqot ishining maqsadi O'zbekiston tijorat banklarining qimmatli qog'ozlar bilan amalga oshiriladigan emission operatsiyalarini rivojlantirishga qaratilgan taklif va tavsiyalar ishlab chiqishdan iborat.

Tadqiqot ishining vazifalari:

tijorat banklarining qimmatli qog'ozlar bilan amalga oshiriladigan emission operatsiyalarini rivojlantirish xususidagi ilmiy-nazariy qarashlarni tadqiq qilish va ularning amaliy ahamiyatiga baho berish;

tijorat banklarining qimmatli qog'ozlar bilan amalga oshiriladigan emission operatsiyalarini rivojlantirish borasidagi ilg'or xorij tajribasini tadqiq qilish va undan O'zbekiston amaliyotida foydalanish imkoniyatlarini asoslab berish;

O'zbekiston tijorat banklarining qimmatli qog'ozlar bilan amalga oshiriladigan emission operatsiyalarining zamonaviy holatini tahlil qilish va mavjud tendensiyalarni aniqlash;

tijorat banklarining qimmatli qog'ozlar bilan amalga oshiriladigan emission operatsiyalarini rivojlantirish bilan bog'liq bo'lgan dolzarb muammolarni aniqlash;

mamlakat tijorat banklarining qimmatli qog'ozlar bilan amalga oshiriladigan emission operatsiyalarini rivojlantirishga qaratilgan ilmiy takliflar va amaliy tavsiyalar ishlab chiqish.

Tadqiqot ishining obyekti bo'lib, O'zbekiston tijorat banklari, xususan, O'zsanoatqurilishbank, Asakabank, Turonbank va Milliy bank hisoblanadi.

Tadqiqot ishining predmetini tijorat banklarining emission operatsiyalarini amalga oshirish jarayonida yuzaga keluvchi moliyaviy munosabatlar tashkil etadi.

Tadqiqotning usullari. Dissertatsion tadqiqotni amalga oshirishda tizimli tahlil, umumlashtirish, abstrakt-mantiqiy fikrlash, statistik va ekonometrik usullardan foydalanilgan.

Tadqiqotning ilmiy yangiligi quyidagilardan iborat:

tijorat banklari aksiyalarining investitsion jozibadorligini oshirish orqali bank kapitallashuvini mustahkamlashda regulativ kapital rentabelligini $ROE=15\%$ darajasida ta'minlash, ustav kapitali va qo'shimcha kapital o'rtasidagi nisbatni optimallashtirish hamda dividend siyosatida $D/E=const$ yondashuvidan foydalanish taklif etilgan;

banklarda foizli xarajatlarning foizli daromadlarga nisbatan darajasini pasaytirishda banklarning emissiya portfelini diversifikatsiya qilish, REPO bitimlari samaradorligini operatsiyaviy-qiymat usulida baholash hamda foizli daromadlar va foizli xarajalar o'sish sur'atlari mutanosibligini ta'minlash taklif etilgan;

tijorat banklarining qimmatli qog'ozlar vositasidagi emission va investitsion operatsiyalari o'rtasidagi miqdoriy mutanosiblikni ta'minlash maqsadida qimmatli qog'ozlarga qilingan investitsiyalarning brutto aktivlardagi ulushini 1,9 foizli punktga oshirish orqali bank qimmatli qog'ozlarini sotishdan olingan mablag'larning majburiyatlardagi ulushini 0,3 foizli punktga oshirishning maqsadga muvofiqligi asoslangan;

tijorat banklarining kapitallashuv darajasi va uzoq muddatli resurs bazasini mustahkamlashda subordinatsiyalashgan qarz majburiyatlarini muomalaga chiqarish, ular bo'yicha investorlarning foizli daromadlarini soliqdan ozod qilish hamda jalb qilingan mablag'larni uzoq muddatli investitsiya loyihalariga yo'naltirish taklif etilgan;

Tadqiqotning amaliy natijalari quyidagilardan iborat:

tijorat banklarining qimmatli qog'ozlar bilan amalga oshiriladigan emission operatsiyalarini rivojlantirish xususidagi ilmiy-nazariy qarashlarning amaliy ahamiyatiga baho berilgan;

tijorat banklarining kapitallashish darajasini oshirish uchun shuba kompaniyalarga qilingan investitsiyalar miqdorini oshirish yo'li bilan birinchi darajali kapitalning hajmini oshirish, oddiy va imtiyozli aksiyalarning investitsion jozibadorligini ta'minlash, regulativ kapital va riskli aktivlarning o'sish sur'atlarini muvofiqlashtirish orqali regulativ kapitalning hajmida ustav kapitalining ulushini 0,9 foizli punktga oshirish taklif qilingan.

banklarning depozit va jamg'arma sertifikatlar bilan amalga oshiriladigan emission operatsiyalarini rivojlantirish maqsadida ularning daromadlilikini kutilayotgan inflyatsiya va risk darajasiga bog'lash, mazkur sertifikatlarni Markaziy bank ochiq bozor operatsiyalari ob'ektiga aylantirish hamda ularni likvidlilikni qoplash me'yorini hisoblashda yuqori likvidli aktiv sifatida tan olish taklif etilgan;

suveren kredit reytingi yuqori bo'lgan tijorat banklariga ikki yoqlama regress shartiga ega "yashil" obligatsiyalar chiqarishga ruxsat berish orqali banklarning emission operatsiyalarini diversifikatsiya qilish va ekologik yo'naltirilgan investitsiya loyihalarini moliyalashtirish imkoniyati asoslangan.

Tadqiqot natijalarining ishonchliligi ularni mavzuga oid ilmiy-nazariy qarashlarning tadqiqiga, ilg'or xorij tajribasini o'rganish va umumlashtirish

natijalariga hamda Markaziy bankning statistik ma'lumotlari va tijorat banklarining moliyaviy hisobotlari ma'lumotlarining tahlillariga asoslanganligi bilan belgilanadi.

Tadqiqot natijalarining ilmiy va amaliy ahamiyati. Tadqiqot natijalarining ilmiy ahamiyati ulardan kelgusida tijorat banklarining resurs bazasining barqarorligini ta'minlashga qaratilgan ilmiy izlanishlarni olib borishda manba sifatida foydalanish mumkinligi bilan belgilanadi.

Tadqiqot natijalarining amaliy ahamiyati shundaki, ulardan respublika tijorat banklarining emission operatsiyalarini rivojlantirishga qaratilgan chora-tadbirlar majmuini ishlab chiqishda foydalanish mumkin.

Tadqiqot natijalarining joriy qilinishi. Banklarning qimmatli qog'ozlar bilan amalga oshiriladigan emission operatsiyalarini rivojlantirish bo'yicha olingan ilmiy natijalar asosida:

tijorat banklari aksiyalarining investitsion jozibadorligini oshirish orqali bank kapitallashuvini mustahkamlashda regulyativ kapital rentabelligini $ROE=15\%$ darajasida ta'minlash, ustav kapitali va qo'shimcha kapital o'rtasidagi nisbatni optimallashtirish hamda dividend siyosatida $D/E=const$ yondashuvidan foydalanish taklifi AT "Turonbank" amaliyotiga joriy etilgan. (AT "Turonbank"ning 2025-yil 20-oktyabrdagi №31/04-681-sonli ma'lumotnomasi). Ushbu yangilikni joriy qilinishi natijasida aksiyalarning investitsion jozibadorligini ta'minlash yo'li bilan ustav kapitali hisobidan bankning kapitallashish darajasini oshirish taklifining amaliyotga tatbiqi natijasida Turonbankda regulyativ kapitalning miqdori 2024-yilda 2023-yilga nisbatan 1,1 foizli punktga oshgan;

banklarda foizli xarajatlarning foizli daromadlarga nisbatan darajasini pasaytirishda banklarning emissiya portfelini diversifikatsiya qilish, REPO bitimlari samaradorligini operatsiyaviy-qiymat usulida baholash hamda foizli daromadlar va foizli xarajatlar o'sish sur'atlari mutanosibligini ta'minlash taklifi AT "Turonbank" amaliyotiga joriy etilgan. (AT "Turonbank"ning 2025-yil 20-oktyabrdagi №31/04-681-sonli ma'lumotnomasi). Natijada bankning emission portfeli tarkibini optimallashtirish yo'li bilan REPO bitimlari bo'yicha foizli xarajatlarning foizli daromadlarga nisbatan darajasini pasaytirish taklifining amaliyotga tatbiqi natijasida Turonbankda foizli REPO bitimlari bo'yicha foizli xarajatlarning foizli daromadlarga nisbatan darajasi 2024-yilda 2023-yilga nisbatini 1,2 foizli punktga pasaygan;

tijorat banklarining qimmatli qog'ozlar vositasidagi emission va investitsion operatsiyalari o'rtasidagi miqdoriy mutanosiblikni ta'minlash maqsadida qimmatli qog'ozlarga qilingan investitsiyalarning brutto aktivlardagi ulushini 1,9 foizli punktga oshirish orqali bank qimmatli qog'ozlarini sotishdan olingan mablag'larning majburiyatlardagi ulushini 0,3 foizli punktga oshirish taklifi AT "Turonbank" amaliyotiga joriy etilgan. (AT "Turonbank"ning 2025-yil 20-oktyabrdagi №31/04-681-sonli ma'lumotnomasi). Ilmiy yangilikni joriy qilinisha natijada bank qimmatli qog'ozlarining emissiyasi bilan qimmatli qog'ozlarga investitsiyalar o'rtasidagi miqdoriy mutanosiblikni

ta'minlash taklifining amaliyotga tatbiqi natijasida Turonbank aktivlari hajmida qimmatli qog'ozlarga qilingan investitsiyalarning salmog'i 2024-yilda 2023-yilga nisbatan 1,9 foizli punktga oshgani holda, bank aksiyalarini sotishdan olingan pul mablag'larining passivlar hajmidagi salmog'i 0,3 foizli punktga oshgan;

tijorat banklarining kapitallashuv darajasi va uzoq muddatli resurs bazasini mustahkamlashda subordinatsiyalashgan qarz majburiyatlarini muomalaga chiqarish, ular bo'yicha investorlarning foizli daromadlarini soliqdan ozod qilish hamda jalb qilingan mablag'larni uzoq muddatli investitsiya loyihalariga yo'naltirish taklifi AT "Turonbank" amaliyotiga joriy etilgan. (AT "Turonbank"ning 2025-yil 20-oktyabrdagi №31/04-681-sonli ma'lumotnomasi). Natijada AT "Turonbank"ning aksiyalari va unga tenglashtirilgan vositalarni boshqarishni takomillashtirish yo'li bilan tijorat banklarining kapitallashish darajasini oshirish taklifining amaliyotga tatbiqi natijasida Turonbank regulativ kapitalining hajmida ustav kapitalining ulushi 0,9 foizli punktga oshgan.

Tadqiqot natijalarining aprobatsiyasi. Mazkur tadqiqot natijalari 8 ta, jumladan 2 ta Respublika va 6 ta xalqaro ilmiy-amaliy konferensiyalarda muhokamadan o'tkazilgan va ma'qullangan.

Tadqiqot natijalarining e'lon qilinishi. Dissertatsiya mavzusi bo'yicha jami 16 ta ilmiy ish, shu jumladan, O'zbekiston Respublikasi Oliy attestatsiya komissiyasining doktorlik dissertatsiyalari asosiy ilmiy natijalarni chop etish bo'yicha tavsiya etilgan milliy nashrlarda 6 ta ilmiy maqola, xorijiy jurnallarda 2 ta ilmiy maqola nashr etilgan.

Dissertatsiyaning tuzilishi va hajmi. Dissertatsiya tarkibi kirish, uchta bob, xulosa va foydalanilgan adabiyotlar ro'yxatidan iborat. Dissertatsiya matni

137 betdan iborat.

DISSERTATSIYANING ASOSIY MAZMUNI

Kirish qismida dissertatsiya mavzusining dolzarbligi va zarurati asoslangan, tadqiqotning maqsadi va asosiy vazifalari, obykti va predmeti shakllantirilgan, respublika fan va texnologiyalari rivojlanishining ustuvor yo'nalishlariga bog'liqligi ko'rsatilgan, tadqiqotning ilmiy yangiligi va amaliy natijalari bayon qilingan, olingan natijalarning ilmiy va amaliy ahamiyati ochib berilgan. Shuningdek, tadqiqot natijalarining amaliyotga joriy etilishi, nashr qilingan ishlar va dissertatsiyaning tuzilishi bo'yicha ma'lumotlar keltirilgan.

Dissertatsiya ishining **"Tijorat banklarining qimmatli qog'ozlar bilan amalga oshiriladigan emission operatsiyalarining ilmiy-nazariy asoslari va xorij tajribasi"** deb nomlangan birinchi bobida banklarning qimmatli qog'ozlar bilan amalga oshiriladigan emission operatsiyalarini rivojlantirish xususidagi ilmiy-nazariy qarashlari tadqiq qilingan va ularning amaliy ahamiyatiga baho berilgan, tijorat banklarining qimmatli qog'ozlar bilan amalga oshiriladigan emission operatsiyalarini rivojlantirish shart-sharoitlari qiyosiy tahlil qilingan hamda banklarning qimmatli qog'ozlar bilan amalga oshiriladigan emission

operatsiyalarini rivojlantirish bo'yicha ilg'or xorij tajribasi o'rganilgan va umumlashtirilgan.

H.Markovisning "Portfel nazariyasi"ga ko'ra, "yo'l qo'yiladigan asosiy xatoliklardan biri shundaki, investor har doim ham daromadlilikning maqbul darajasi sharoitida kam riskni ta'minlaydigan yoki riskning mo'tadil darajasi sharoitida yuqori daromadni ta'minlaydigan portfelni ta'minlaydi. Bunday xatoga yo'l qo'ymaslik uchun investor shunday portfelni tanlashi kerakki, bunda kutilayotgan daromad risk oshmasdan turib oshishi mumkin emas yoki aksincha, risk kutilayotgan daromad kamaymasdan turib kamayishi mumkin emas"⁶.

F.Mishkinning xulosasiga ko'ra: "banklarning depozitlari va boshqa passivlari yuzasidan berilgan hukumatning kafolatlari korporativ qimmatli qog'ozlarga nisbatan tatbiq etilmaydi va ular uchun kapital muhim ta'minot vazifasini bajaradi. Biroq, oddiy aksiyalar banklar faoliyatini moliyalashtirishning nisbatan qimmat shakli bo'lganligi sababli, banklar, xarajatlarni qisqartirish maqsadida qarz instrumentlaridan ko'proq foydalanishga harakat qilishadi"⁷. Haqiqatdan ham, oddiy va imtiyozli aksiyalarni sotishdan olingan pul mablag'lari tijorat banklari faoliyatini moliyalashtirishning barqaror manbai hisoblanadi. Biroq, F.Mishkin e'tirof etganidek, aksiyalarni sotishdan olingan pul mablag'lari moliyalashtirishning nisbatan qimmat shakli hisoblanadi.

Bir guruh xorijlik iqtisodchi olimlarning fikriga ko'ra:

depозит sertifikatlarini muomalaga chiqarish tijorat banklarining emission operatsiyalarining asosiy turlaridan biri hisoblanadi;

yevroobligatsiyalarni soliqqa tortilmasligi va ularning bozorini tartibga solinmasligi evroobligatsiyalarning emitentlariga va ularni sotib oluvchilarga ma'lum ustunlik beradi;

korporativ obligatsiyalarga nisbatan daromadni kapitallashtirish usulini qo'llanilishi ularning investitsion jozibadorligini sezilarli darajada oshiradi;

Amerika depozitar tilxatlari (ADR) vositasida aksiyalarni joylashtirishning o'ziga xos afzalligi shundaki, bunda investor aksiyalarga sertifikatni etkazib berish va daromadni dollarga konvertatsiya qilish zaruriyatidan xalos bo'ladi;

tijorat banklari tomonidan muomalaga chiqariladigan qimmatli qog'ozlarning investitsion jozibadorligiga ta'sir qiluvchi asosiy omillardan biri bo'lib, ushbu qimmatli qog'ozlardan olinadigan daromadlarni soliqqa tortish amaliyoti hisoblanadi⁸.

S.Vaynning xulosasiga ko'ra, risksiz foiz stavkalarining oshishi korporativ foyda miqdorining kamayishiga olib keladi va bank aksiyalarining bozor bahosi inflyatsiya darajasi oshganda pasayib ketmaydi, chunki ular baholarni inflyatsiya darajasiga mos ravishda oshiradilar; - foiz stavkalarini pasayishi banklarning foydasini oshishiga olib kelishi mumkin, chunki bunda banklar

⁶ Markowitz H. Portfolio Selection. The Journal of Finance, 1952 – №7. – R. 77-91.

⁷ Синки Дж. Финансовый менеджмент в коммерческом банке и в индустрии финансовых услуг. Пер. с англ. – М.: Алпина Пабlisher, 2017. – С. 396.

⁸ Шарп У.Ф., Александер Г.Д., Бейли Д.В. Инвестиции. Пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 2016. – 1028 с.

foizli xarajatlar miqdorini kamaytirish imkoniga ega bo'ladilar; - kreditli spreadlar pasayganda banklarning moliyaviy holati yaxshilanadi va bunda aksiyalar bahosining oshishini kutish asosli bo'ladi hamda bank aksiyalari bahosining volatilligini oshishi bilan put opsionlarning qiymati oshadi. Bu esa, kreditli spreadlarning o'stirish zaruriyatini yuzaga keltiradi⁹.

Tijorat banklarining qimmatli qog'ozlar bilan amalga oshiriladigan emission operatsiyalarini rivojlantirishning muhim shart-sharoitlaridan biri bo'lib, Markaziy bankning tijorat banklari bilan amalga oshiradigan ochiq bozor operatsiyalarining rivojlanganligi hisoblanadi.

AQSHlik taniqli iqtisodchi olim F.Mishkin yozadi: "Markaziy bankning ochiq bozor siyosati pul-kredit siyosatining boshqa instrumentlariga nisbatan quyidagi afzalliklarga ega: Markaziy bank ochiq bozor operatsiyalarining hajmini bevosita nazorat qilish imkoniyatiga ega (u diskont kreditlarining hajmini bevosita nazorat qilish imkoniyatiga ega emas, balki, Markaziy bank diskont stavkasini o'zgartirish yo'li bilan diskont kreditlariga bo'lgan talabning o'zgarishiga ta'sir qilishi mumkin); ochiq bozor operatsiyalarini miqdoriy jihatdan aniq baholash va hajmini oson o'zgartirish mumkin (uncha katta bo'lmagan hajmdagi qimmatli qog'ozlarni ochiq bozor siyosati doirasida sotib olish yoki sotish yo'li bilan pul bazasiga ta'sir ko'rsatish mumkin); ochiq bozor siyosati doirasida qimmatli qog'ozlarni sotib olish va sotish operatsiyalarini amalga oshirish jarayonida yuzaga keladigan xatoliklarni tezkor tuzatish imkoniyati mavjud; ochiq bozor siyosati doirasida qimmatli qog'ozlarni sotib olish va sotish operatsiyalari juda qisqa muddatli davriy oraliqlarda amalga oshiriladi"¹⁰.

Tijorat banklari faoliyatini tartibga solishning anglo-sakson modelida tijorat banklari investitsion banklar va universal tijorat banklariga ajratiladi. Bunda, investitsion banklarga depozitlar jalb qilish huquqi berilmaydi, ular qimmatli qog'ozlarni emissiya qilish yo'li bilan resurslar jalb qiladi. Masalan, AQSHda

1933-yilda qabul qilingan Glass-Stigol qonuni bilan tijorat banklari investitsion banklar va depozit banklarga ajratildi va investitsion banklar qimmatli qog'ozlarni emissiya qilish yo'li bilan resurslar jalb qiladigan bo'ldi¹¹.

Yevropa Ittifoqining 2006/48-sonli Direktivasida bank operatsiyalarining ro'yxati keltirilgan va pul bozorining instrumentlari (cheklar, veksellar, depozit sertifikatlari, jamg'arma sertifikatlari) bilan o'z mablag'lari va mijozlarning mablag'lari hisobidan amalga oshiriladigan operatsiyalar tijorat banklarining asosiy operatsiyalari sifatida qaralgan¹².

Demak, Yevropa Ittifoqining bank qonunchiligiga ko'ra, qimmatli qog'ozlar bilan amalga oshiriladigan operatsiyalar tijorat banklarining asosiy

⁹ Вайн С. Оптимизация ресурсов современного банка. – М.: Алпина Паблишер, 2013. – 194 с.

¹⁰ Мишкин Ф.С. Экономическая теория денег, банковского дела и финансовых рынков. Пер. с англ. – М.: ООО "И.Д. Вильямс", 2013. – С. 485-486.

¹¹ З. П. Деили, З. Г. Пассеик, А. М. Поллард, К. К. Эллис; Банковское право США (Banking law of the USA).- Прогресс, 1992. – 768 п.

¹² Трофимов К. Т. Банковское право: учеб. пособие. М.: Волтерс Клувер, 2010. - 320 с.

operatsiyalari hisoblanadi. E'tirof etish joizki, tijorat banklarining qimmatli qog'ozlar bilan amalga oshiriladigan emission operatsiyalarini rivojlantirishning muhim shart-sharoitlaridan yana biri – bu mamlakat qimmatli qog'ozlar bozorining rivojlanganligidir. Taraqqiy etgan mamlakatlarning bank amaliyotida banklarning qimmatli qog'ozlarini sotishdan olingan pul mablag'lari tijorat banklarining resurs bazasini shakllantirishda muhim o'rin tutadi.

“Bank of Tokyo-Mitsubishi” banki tomonidan muomalaga chiqarilgan o'z qimmatli qog'ozlarini sotishdan olingan pul mablag'larining miqdori 2021-2024-yillarda o'sish tendensiyasiga ega bo'lganligi 1-jadvalda tahlil etilgan.

1-jadval

Bank of Tokyo-Mitsubishi” banki tomonidan muomalaga chiqarilgan o'z qimmatli qog'ozlarining miqdori va darajasi¹³

Ko'rsatkichlar	Yillar				
	2020	2021	2022	2023	2024
Bankning qimmatli qog'ozlarini sotishdan olingan pul mablag'lari, mlrd. iyen	47632	37426	39765	69756	74203
Bankning qimmatli qog'ozlarini sotishdan olingan pul mablag'larining passivlarning umumiy hajmidagi salmog'i, %	14,4	10,6	10,8	18,3	18,7

1-jadval ma'lumotlaridan ko'rinadiki, bankning qimmatli qog'ozlarini sotishdan olingan pul mablag'larining miqdori 2024-yilda 2020-yilga nisbatan yuqori sur'atda o'sgan. Bu esa, Bank of Tokyo-Mitsubishi” bankining qimmatli qog'ozlar bilan amalga oshiriladigan emission operatsiyalarini rivojlantirish nuqtai-nazaridan ijobiy holat hisoblanadi. Bank of Tokyo-Mitsubishi” banki tomonidan muomalaga chiqarilgan o'z qimmatli qog'ozlarini sotishdan olingan pul mablag'larining passivlar hajmidagi salmog'i 2020-2024-yillarda oshish tendensiyasiga ega bo'lgan. Buning ustiga, mazkur ko'rsatkichning darajasi 2024-yilda 2020-yilga nisbatan yuqori sur'atda oshgan.

Tahlillar ko'rsatdiki, Deutsche Bank tomonidan muomalaga chiqarilgan qimmatli qog'ozlarni sotishdan olingan pul mablag'larining miqdori 2021-2023-yillarda pasayish tendensiyasiga ega bo'lgan. Bu esa, mazkur davrda depozitlar miqdorining o'sish tendensiyasiga ega bo'lganligi bilan izohlanadi. Deutsche Bank tomonidan muomalaga chiqarilgan qimmatli qog'ozlarni sotishdan olingan pul mablag'larining passivlarning umumiy hajmidagi salmog'i 2020-2023-yillarda pasaygan. Bu esa, mazkur davrda depozitlarning passivlarning umumiy hajmidagi salmog'ini oshish tendensiyasiga ega bo'lganligi bilan izohlanadi.

Quyidagi 2-jadvalda, BNP Paribas banki tomonidan muomalaga chiqarilgan o'z qimmatli qog'ozlarining miqdori tahlil etilgan.

2-jadval

Fransiyaning BNP Paribas banki tomonidan muomalaga chiqarilgan o'z

¹³ Jadval muallif tomonidan Bank of Tokyo-Mitsubishi bankining yillik hisobotlari ma'lumotlari asosida tuzilgan.

qimmatli qog'ozlarining miqdori va darajasi¹⁴

Ko'rsatkichlar / yillar	2020	2021	2022	2023	2024
Bankning qimmatli qog'ozlarini sotishdan olingan pul mablag'lari, mlrd. evro	453,4	594,6	648,6	683,8	723,4
Bankning qimmatli qog'ozlarini sotishdan olingan pul mablag'larining passivlarning umumiy hajmidagi salmog'i, %	18,2	22,6	24,3	26,4	26,7

2-jadvaldan ko'rinadiki 2020-2024-yillarda o'sish tendensiyasiga ega bo'lgani holda, ushbu qimmatli qog'ozlarni sotishdan olingan pul mablag'larining passivlarning umumiy hajmidagi salmog'i 2020-2024-yillarda oshish tendensiyasiga ega bo'lgan. Bu esa, BNP Paribas bankining qimmatli qog'ozlar bilan amalga oshiriladigan emission operatsiyalarini rivojlantirish nuqtai-nazaridan ijobiy holat hisoblanadi.

Dissertatsiyaning **“Banklarining qimmatli qog'ozlar bilan amalga oshiriladigan emission operatsiyalarining zamonaviy holati”** deb nomlangan ikkinchi bobida respublikada tijorat banklarining qimmatli qog'ozlar bilan amalga oshirilayotgan emission operatsiyalarining tarkibi va dinamikasi tahlil qilingan va mazkur operatsiyalarga ta'sir etayotgan omillarning ta'sir darajalariga baho berilgan.

Xalqaro bank amaliyotida umume'tirof etilgan tarkibiy tuzilishga ko'ra tijorat banklarining majburiyatlari quyidagi turlardan tashkil topadi: mijozlar va boshqa banklar oldidagi depozitlar bo'yicha majburiyatlar; bankning qimmatli qog'ozlari bo'yicha majburiyatlar; boshqa banklardan olingan kreditlar bo'yicha majburiyatlar; savdo-vositachilik faoliyati bo'yicha majburiyatlar.

3-jadvalda respublikadagi tijorat banklari majburiyatlarining tarkibida 2020-2024-yillarda nisbatan yuqori salmoqni depozitlar va xorijiy banklardan jalb qilingan kreditlar egallagan holda, banklarning qimmatli qog'ozlarini sotishdan olingan pul mablag'lari nisbatan kichik salmoqni egallagan.

3-jadval

O'zbekiston Respublikasi tijorat banklari majburiyatlarining tarkibi¹⁵, %

Majburiyatlar tarkibi / Yillar	2020	2021	2022	2023	2024
Depozitlar	37,3	41,8	45,4	43,5	47,2
Boshqa banklarning mablag'lari	5,6	5,0	8,9	8,3	6,6
Banklararo kreditlar	49,3	46,5	39,1	40,4	35,9
Chiqarilgan qimmatli qog'ozlar	3,1	2,8	2,3	2,4	4,4
Subordinar qarzarlar	1,3	1,1	1,4	1,7	1,7
To'lanishi lozim bo'lgan hisoblangan foizlar	1,2	1,1	1,1	1,5	1,5
Boshqa majburiyatlar	2,2	1,9	1,8	2,2	2,7
Majburiyatlar -jami	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Bu esa, mamlakat banklarining qimmatli qog'ozlar bilan amalga

¹⁴ Jadval muallif tomonidan BNP Paribas bankining yillik hisobotlari (www.bnpparibas.com) ma'lumotlari asosida hisoblangan.

¹⁵ Jadval muallif tomonidan O'zbekiston Respublikasi Markaziy bankining statistik ma'lumotlari asosida tuzilgan.

oshiriladigan emission operatsiyalarining rivojlanish darajasini pas ekanligini ko'rsatadi.

Turonbank majburiyatlarining tarkibida 2020-2024-yillarda majburiyatlarining tarkibini dinamikasi tahlil etilgan(4-jadval).

4-jadval

AT "Turonbank" majburiyatlarining tarkibi, %¹⁶

Majburiyatlar tarkibi / Yillar	2020	2021	2022	2023	2024
Depozitlar	28,2	31,2	31,7	33,2	35,0
Boshqa banklarning mablag'lari	11,1	11,8	14,2	13,7	12,4
Banklararo kreditlar	57,7	55,4	52,3	51,1	49,8
Chiqarilgan qimmatli qog'ozlar	0	0	0	0	0
Subordinar qarzarlar	0	0	0	0	0,8
To'lanishi lozim bo'lgan hisoblangan foizlar	0,2	0,6	0,6	0,7	0,8
Boshqa majburiyatlar	2,8	1,0	1,2	1,3	1,2
Majburiyatlar - jami	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

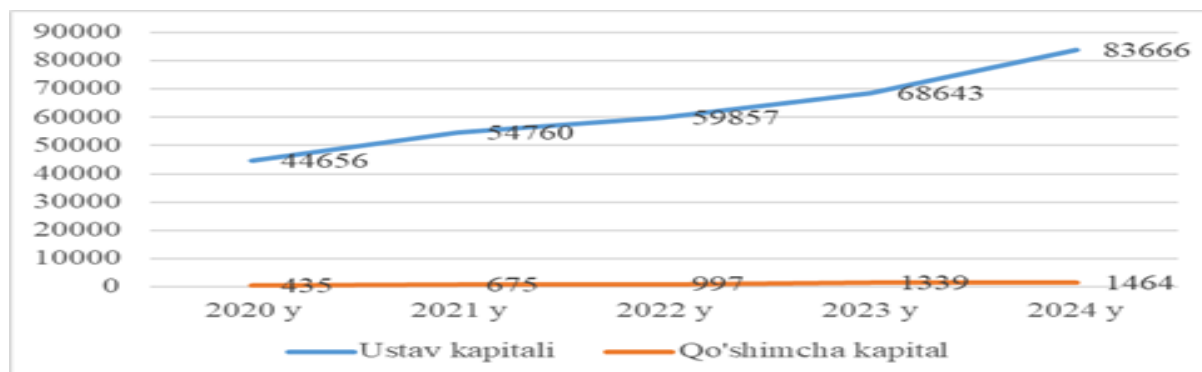
4-jadvaldan ko'rsatdiki, Turonbank majburiyatlarining tarkibida 2020-2024-yillarda nisbatan yuqori salmoqni banklararo kreditlar va depozitlar egallagan, bank tomonidan muomalaga qarzi qimmatli qog'ozlar chiqarilmagan. Majburiyatlar tarkibida depozitlarning ulushi 2024-yilda 2020-yilga nisbatan (28,2 foizdan

35 foizga etgan) sezilarli darajada oshgan. Bu esa, ushbu davrda banklararo kreditlarning majburiyatlar tarkibidagi ulushini sezilarli darajada pasayganligi bilan izohlanadi. Turonbank majburiyatlarining tarkibida boshqa banklarning mablag'larini ulushi 2020-2022-yillarda oshish tendensiyasiga ega bo'lgan hamda to'lanishi lozim bo'lgan foizlarning ulushi 2024-yilda 2020-yilga nisbatan (0,6 foiz punktga) sezilarli darajada oshgan.

Ta'kidlash joizki, tijorat banklarining aksiyalar bilan bog'liq bo'lgan emission faoliyati ularning kapital bazasini shakllantirishda va to'lovga qobilligini ta'minlashda muhim o'rin tutadi. O'zbekiston Respublikasida tijorat banklarining ustav kapitali va qo'shimcha kapitalining dinamikasi 1-rasmda tahlil qilingan.

1-rasmdagi ma'lumotlardan ko'rinadiki, respublikadagi tijorat banklarining ustav kapitali summasi 2020-2024-yillarda (39010 mld. so'mga yo'ki 1,8 barobarga) o'sish tendensiyasiga ega bo'lgan.

¹⁶ Jadval muallif tomonidan Turonbankning moliyaviy hisobotlarining ma'lumotlari asosida tuzilgan.



1-rasm. O'zbekiston Respublikasining tijorat banklarining ustav kapitali va qo'shimcha kapitali, mlrd. so'm¹⁷

Tijorat banklarining qo'shimcha kapitali summasi 2020-2024-yillarda o'sish tendensiyasiga ega bo'lgan. Biroq, qo'shimcha kapital summasi tahlil davrida ustav kapitaliga nisbatan juda kichik bo'lgan. Bu esa, respublikamiz tijorat banklarining aksiyalarini investitsion jozibadorligini ta'minlanmaganligini ko'rsatadi (1-rasm).

Turonbankda oddiy va imtiyozli aksiyalar summasining 2020-2024 yillardagi tahlili 5-jadvalda keltirilgan.

**5-jadval
Turonbankda oddiy va imtiyozli aksiyalar summasining o'zgarishi¹⁸, mlrd. so'm**

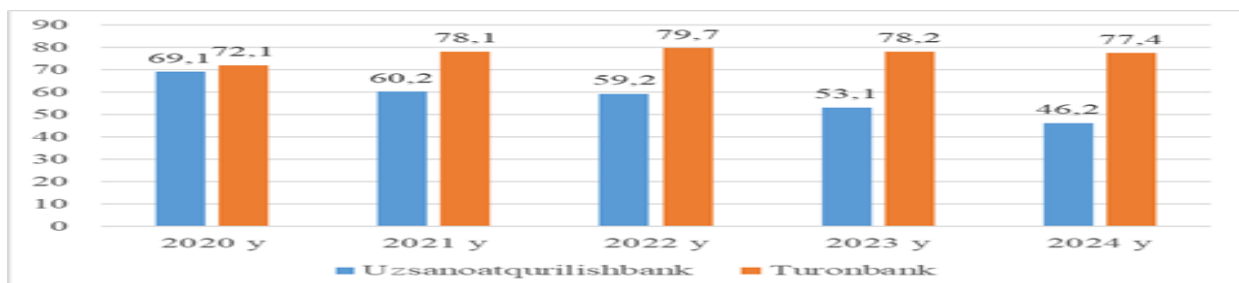
Aksiyalar / Yillar	2020	2021	2022	2023	2024
Oddiy aksiyalar	876	1488	1488	1475	1475
Imtiyozli aksiyalar	8	8	8	8	8

5-jadvaldan ko'rinadiki Turonbankda oddiy aksiyalar summasi tahlil davrida ko'paymagan, balki 2023-yilda 2022 yilga nisbatan kamaygan. Buning ustiga, imtiyozli aksiyalar summasi tahlil davrida o'zgarmagan.

Ustav kapitali tijorat banklari uchun barqaror resurs manbai hisoblanadi. Moliyaviy yil tugamaguniga qadar aksiyador bankning ustav kapitaliga qo'yan pullarini qaytarib ola olmaydi. Shu sababli, ustav kapitali summasining kamayishi banklar faoliyatining barqarorligini ta'minlash nuqtai nazaridan salbiy holat hisoblanadi. Quyidagi rasm ma'lumotlari orqali O'zsanoatqurilishbank va Turonbankda ustav kapitalining regulyativ kapital hajmidagi salmog'ining o'zgarishiga baho beramiz. O'zsanoatqurilishbank va Turonbankda ustav kapitalining regulyativ kapital hajmidagi salmog'ini tahlili 2-rasmda keltirilgan.

¹⁷ Rasm muallif tomonidan O'zbekiston Respublikasi Markaziy bankining statistik ma'lumotlari asosida tuzilgan.

¹⁸ Jadval muallif tomonidan Turonbankning moliyaviy hisobotlarining ma'lumotlari asosida tuzilgan.



2-rasm. O'zsanoatqurilishbank va Turonbankda ustav kapitalining regulyativ kapital hajmidagi salmog'i¹⁹, foizda

2-rasmdan ko'rinadiki, O'zsanoatqurilishbankda ustav kapitalining regulyativ kapital hajmidagi salmog'i 2020-2024-yillarda pasayish tendensiyasiga ega bo'lgan. Bu esa, mazkur davrda regulyativ kapitalning o'sish sur'atini ustav kapitalining o'sish sur'atidan yuqori bo'lganligi bilan izohlanadi. Turonbankda ustav kapitalining regulyativ kapital hajmidagi salmog'i 2020-2024-yillarda yuqori bo'lgani holda, 2024-yilda 2020-yilga nisbatan sezilarli darajada oshgan. Bu esa, ushbu davrda ustav kapitali summasini yuqori o'sish sur'atiga ega bo'lganligi bilan izohlanadi.

O'zsanoatqurilishbankda subordinar qarz majburiyatlarining miqdorining 2020-2024-yillardagi o'zgarishini 6-jadvalda tahlil qilamiz.

6-jadval

O'zsanoatqurilishbankda subordinar qarz majburiyatlarining miqdori va majburiyatlar hajmidagi darajasi²⁰, mlrd. so'm

Ko'rsatkichlar	Yillar				
	2020	2021	2022	2023	2024
Subordinar qarz majburiyatlari miqdori, mln. so'm	493	597	832	2209	2441
Subordinar qarz darajasi, %	1,2	1,2	1,5	3,4	3,1

6-jadvaldagi ma'lumotlardan ko'rinadiki, O'zsanoatqurilishbankda subordinar qarz majburiyatlarining miqdori 2020-2024-yillarda o'sish tendensiyasiga ega bo'lgan. O'zsanoatqurilishbankda subordinar qarzlarning jami majburiyatlarga nisbatan darajasi 2021-2023-yillarda oshish tendensiyasiga ega bo'lgani holda, 2024-yilda 2020-yilga nisbatan (1,2 foizdan 3,1 foizga o'sgan) yuqori sur'atda oshgan. Bu esa, bankning resurs bazasini mustahkamlash nuqtai nazaridan ijobiy holat hisoblanadi chunki subordinar qarz majburiyatlari barqaror resurs hisoblanadi. Tijorat banklarining emission operatsiyalariga ta'sir etuvchi asosiy omillardan biri bo'lib, mamlakat fond bozorining rivojlanganligi yoki rivojlanmaganligi hisoblanadi.

2022-2026-yillarga mo'ljallangan yangi O'zbekistonning taraqqiyot strategiyasida kelgusi 5 yilda fond bozori aylanmasini 200 million AQSH dollaridan 7 milliard AQSH dollariga etkazish yo'li bilan mamlakat

¹⁹ Jadval muallif tomonidan O'zsanoatqurilishbank va Turonbankning moliyaviy hisobotlarining ma'lumotlari asosida tuzilgan.

²⁰ Jadval muallif tomonidan O'zsanoatqurilishbankning moliyaviy hisobotlarining ma'lumotlari asosida tuzilgan.

iqtisodiyotida moliyaviy resurslarni milliy iqtisodiyotni barqaror rivojlantirishning ustuvor yo'nalishlaridan biri sifatida belgilangan²¹.

7-jadval

O'zbekiston Respublikasi tijorat banklarining milliy valyutada berilgan kreditlarining o'rtacha foiz stavkasi, Markaziy bankning qayta moliyalash stavkasi va inflyatsiyaning yillik darajasi²², foizda

Ko'rsatkichlar/yil	2020	2021	2022	2023	2024
Tijorat banklarining milliy valyutadagi kreditlarining foiz stavkasi	22,3	20,8	21,9	23,1	23,8
Markaziy bankning qayta moliyalash stavkasi	16,0	14,0	15,0	14,0	13,5
Inflyatsiyaning yillik darajasi	11,1	10,0	12,3	8,8	9,8

7-jadvaldagi ma'lumotlardan ko'rinadiki, respublikadagi tijorat banklari tomonidan milliy valyutada berilgan kreditlarning o'rtacha yillik foiz stavkasi 2020-2022-yillarda pasayish tendensiyasiga ega bo'lgan, biroq, 2024-yilda 2020-yilga nisbatan sezilarli darajada oshgan. Markaziy bankning qayta moliyalash stavkasi 2021-yilda 2020-yilga nisbatan 2,0 foizli punktga, 2024-yilda 2023-yilga nisbatan 0,5 foizli punktga pasaygan. Inflyatsiyaning yillik darajasi 2022-yilda 2021-yilga nisbatan 2,3 foizli punktga, 2024-yilda esa 2023-yilga nisbatan 1,0 foizli punktga oshgan. Garchi respublikamizda 2020-yildan boshlab inflyatsion targetlash rejimiga o'tish boshlanib, inflyatsiyaning maqsadli ko'rsatkichi 5% qilib belgilangan bo'lsada²³ inflyatsiyaning 5 foizli darajasini ta'minlash imkoni bo'lmadi.

Respublikamiz tijorat banklarining qimmatli qog'ozlar bilan amalga oshiriladigan emission operatsiyalarini rivojlantirishga ta'sir qiladigan muhim omillardan yana biri – banklarning moliyaviy barqarorligi va likvidligidir. Shunga ko'ra AT "Turonbank" daromadlarining tarkibi 2020-2024 yillardagi dinamikasini

8-jadvalda tahlil qilingan.

8-jadval

AT "Turonbank" daromadlarining tarkibi, foizda²⁴

Ko'rsatkichlar / yil	2020	2021	2022	2023	2024
Foizli daromadlar	84,2	83,3	75,8	76,4	78,2
Foizsiz daromadlar	15,8	16,7	24,2	23,6	21,8
Daromadlar - jami	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

8-jadvaldan ko'rinadiki, 2020-2024-yillarda Turonbankning yalpi daromatlari tarkibida nisbatan yuqori salmoqni foizli daromadlar egallagan.

²¹ O'zbekiston Respublikasi Prezidentining 2022-yil 28-yanvardagi PF-60-sonli "2022-2026-yillarga mo'ljallangan yangi O'zbekistonning taraqqiyot strategiyasi to'g'risida"gi//www.lex.uz.

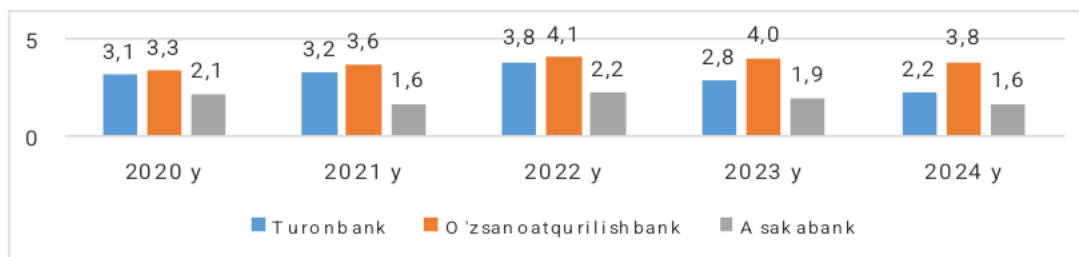
²² Jadval muallif tomonidan O'zbekiston Respublikasi Markaziy bankining rasmiy statistik ma'lumotlari asosida tuzilgan.

²³ O'zbekiston Respublikasi Prezidentining 2019-yil 18-noyabrdagi PF-5877 – sonli "Inflyatsion targetlash rejimiga bosqichma-bosqich o'tish orqali pul-kredit siyosatini takomillashtirish to'g'risida"gi farmoni. Qonun hujjatlari ma'lumotlari milliy bazasi, 19.11.2019-y., 06/19/5877/4036-son.

²⁴ Jadval muallif tomonidan Turonbankning moliyaviy hisobotlarining ma'lumotlari asosida tuzilgan.

Bu esa, Turonbankning moliyaviy barqarorligini ta'minlash nuqtai-nazaridan ijobiy holat hisoblanadi. Chunki, foizli daromadlar tijorat banklari faoliyatining asosiy yo'nalishlaridan olinadi. Turonbankda foizli daromadlarning yalpi daromad hajmidagi salmog'i 2024-yilda 2020-yilga nisbatan sezilarli darajada pasaygan va ushbu holat mazkur davrda foizsiz daromadlarning yalpi daromad hajmidagi salmog'ini sezilarli darajada oshganligi bilan izohlanadi.

Tijorat banklarining moliyaviy barqarorligini tavsiflovchi muhim ko'rsatkichlardan biri bo'lib, sof foizli marja ko'rsatkichi hisoblanadi (3-rasm).



3-rasm. Turonbank, O'zsanoatqurilishbank va Asakabankda sof foizli marjaning darajasi, foizda²⁵

Turonbankda sof foizli marjaning darajasi 2020-2022-yillarda oshish tendensiyasiga ega bo'lgan, biroq, 2022-2024-yillarda pasaygan. O'zsanoatqurilishbankda sof foizli marjaning darajasi 2020-2022-yillarda oshish tendensiyasiga ega bo'lgan, lekin, 2022-2024-yillarda pasaygan. Asakabankda sof foizli marjaning darajasi 2020-2024-yillarda ancha past bo'lgani holda, 2024-yilda 2020-yilga nisbatan sezilarli darajada pasaygan.

Dissertatsiya ishining **“O'zbekiston tijorat banklarining qimmatli qog'ozlar bilan amalga oshiriladigan emission operatsiyalarni rivojlantirish yo'llari”** deb nomlangan uchinchi bobida mamlakat banklarining emission operatsiyalarini rivojlantirish bilan bog'liq bo'lgan dolzarb muammolar aniqlangan hamda ularni hal qilishga qaratilgan ilmiy takliflar va amaliy tavsiyalar ishlab chiqilgan.

Tahlillar ko'rsatdiki, respublikada 2020-2024-yillarda inflyatsiya darajasi va milliy valyutaning xorijiy valyutalarga nisbatan devalvatsiya sur'ati ancha yuqori bo'lgan. Inflyatsiya va devalvatsiya ta'sirida tijorat banklarining milliy valyutada yozilgan qimmatli qog'ozlariga qilingan investitsiyalar va ushbu investitsiyalardan olingan daromadlarning real qiymati pasayadi. Buning natijasida banklarning qimmatli qog'ozlarining investitsion jozibadorligi pasayadi.

Yangi O'zbekistonning 2022-2026-yillarga mo'ljallangan taraqqiyot strategiyasi bo'yicha respublikamizda inflyatsiyaning yillik darajasi 2023-yildan boshlab 5 foizdan oshmasligi kerak edi²⁶. Ammo, ushbu maqsadli ko'rsatkichga erishishning iloji bo'lmayotir. Xususan, respublikamizda inflyatsiyaning yillik darajasi 2023-yilda 8,8 foizni, 2024-yilda esa, 9,8 foizni

²⁵ Rasm muallif tomonidan Turonbank, Sanoatqurilishbank va Asakabankning moliyaviy hisobotlarining ma'lumotlari asosida tuzilgan.

²⁶ O'zbekiston Respublikasi Prezidentining 2022-yil 28-yanvardagi PF-60-sonli “2022-2026-yillarga mo'ljallangan yangi O'zbekistonning taraqqiyot strategiyasi to'g'risida”gi//www.lex.uz.

tashkil etdi.

Respublikada tijorat banklarining qimmatli qog'ozlar bilan amalga oshiriladigan emission operatsiyalarini rivojlantirish bilan bog'liq bo'lgan yana bir dolzarb muammo – bu banklararo kreditlarning tijorat banklarining majburiyatlari hajmidagi salmog'ining yuqori ekanligidir.

Tahlillar ko'rsatdiki, O'zsanoatqurilishbank va Turonbank majburiyatlarining umumiy hajmida banklararo kreditlarning salmog'i 2020-2024-yillarda sezilarli darajada yuqori bo'lgan. Bu esa, banklarning foizli xarajatlarini oshishiga olib keladi va qimmatli qog'ozlar bilan amalga oshiriladigan emission operatsiyalarni rivojlantirishga to'sqinlik qiladi. Xalqaro amaliyotda dividendlar miqdorini aniqlashning 3 ta varianti qo'llaniladi:

1. Dividendlarning sof foydaga nisbatan doimiy nisbati

$$D/E = \text{const.}$$

2. Bitta aksiyaga to'g'ri keladigan dividend miqdorining aksiyaning joriy bozor bahosiga nisbatan doimiy nisbati

$$D/P = \text{const.}$$

3. Bitta aksiyaga to'g'ri keladigan dividendning doimiy miqdori

$$D/Sh = \text{const.}$$

Dividendlar to'lashning qoldiq prinsipiga ko'ra dividendlar joriy yilning sof foydasidan, ya'ni barcha to'lovlar amalga oshirib bo'lingandan so'ng to'lanadi. Dividendlar to'lashning qoldiq prinsipi qo'llanilganda banklar uchun dividendlar miqdorini aniqlash zaruriyati yuzaga kelmaydi.

Banklar dividend siyosatining muhim masalalaridan biri – bu nokumulyativ imtiyozli aksiyalarga dividend to'lash masalasidir. Nokumulyativ imtiyozli aksiyalar ham foiz ko'rinishida, ham dividend ko'rinishida daromad olish huquqini beradi. Shuning uchun nokumulyativ imtiyozli aksiyalarni ochiq savdoga chiqarish bank aksiyadorlarini jiddiy ranjitib qo'yishi mumkin (9-jadval).

9-jadval

Turonbankda aktivlar va sof foyda miqdorining o'zgarishi, mlrd. so'm²⁷

Ko'rsatkichlar / yil	2020	2021	2022	2023	2024
Brutto aktivlar	8714	11009	12878	15938	17585
Sof foyda	115	101	52	57	23

9-jadval ma'lumotlaridan aniq ko'rish mumkinki, Turonbankda brutto aktivlarning miqdori 2020-2024-yillarda o'sish tendensiyasiga ega bo'lgan. Biroq, mazkur davrda bank sof foydasining miqdori beqaror bo'lgan. Buning ustiga, sof foydaning miqdori 2024-yilda 2020-yilga nisbatan keskin kamaygan. Ushbu holatlar Turonbank brutto aktivlarining o'sish sur'ati bilan sof foydasining o'sish sur'ati o'rtasidagi mutanosiblikni ta'minlanmaganligini ko'rsatadi.

Mamlakatdagi tijorat banklarining qimmatli qog'ozlar bilan amalga

²⁷ Rasm muallif tomonidan Turonbankning moliyaviy hisobotlarining ma'lumotlari asosida tuzilgan.

oshiriladigan emission operatsiyalarini rivojlantirish borasidagi dolzarb muammolardan yana biri, jalb qilingan mablag'larning aktivlarga transformatsiyasining samaradorligini ta'minlash muammosidir. Ushbu muammo banklarning kreditlari va depozitlarini foiz stavkasini yuqori ekanligida, muammoli kreditlarning brutto kreditlar hajmidagi salmog'ining yuqori ekanligida, kreditlardan ko'riladigan zararlarni qoplashga mo'ljallangan zaxira ajratmalarining darajasini yuqori ekanligida va qimmatli qog'ozlarga qilingan investitsiyalarning brutto aktivlar hajmidagi salmog'ining kichikligida namoyon bo'ladi.

E'tirof etish kerakki, inflyatsiya muammosi mavjud bo'lgan mamlakatlarda, jumladan, O'zbekistonda depozit va jamg'arma sertifikatlarining investitsion jozibadorligini ta'minlash murakkab masala hisoblanadi. Chunki, inflyatsiya darajasini yuqori bo'lishi tijorat banklariga depozit va jamg'arma sertifikatlarining foizini to'lashda inflyatsiya darajasini hisobga olish imkonini bermaydi.

Depozit va jamg'arma sertifikatlari muomalasining o'ziga xos jihatlari shundaki, birinchidan, ular muomala davrining istalgan vaqtida sotib olinishi yoki sotilishi mumkin; ikkinchidan, tijorat banklari depozit va jamg'arma sertifikatlaridan likvidliligini boshqarishda foydalanishlari mumkin (turli muddatlardagi, turli summalardagi sertifikatlarni sotib olish va sotish yo'li bilan).

Haqiqatdan ham, taraqqiy etgan mamlakatlarda depozit va jamg'arma sertifikatlari tijorat banklarining likvidliligini boshqarishning muhim instrumentlari hisoblanadi. AQSHlik taniqli iqtisodchi olim J. Sinki yozadi: "ikkilamchi qimmatli qog'ozlar bozori rivojlangan va kutilayotgan daromad nazariyasi keng qo'llanilayotgan hozirgi sharoitda tijorat banklari likvidliligini ta'minlashda ularning federal fondlar, depozit sertifikatlari kabi aktivlarini sotishdan va repo bitimlaridan keng foydalanilmoqda"²⁸.

Tijorat banklarining qimmatli qog'ozlar bilan amalga oshiriladigan emission operatsiyalarini rivojlantirishda subordinatsiyalashgan qarz majburiyatlarini muomalaga chiqarish banklarning kapitallashuv darajasi va uzoq muddatli resurs bazasini mustahkamlashning muhim vositasi hisoblanadi.

Tahlillar respublika tijorat banklari majburiyatlari tarkibida chiqarilgan qimmatli qog'ozlar va subordinatsiyalashgan qarzlar ulushi pastligini ko'rsatdi. 2020-2024 yillarda chiqarilgan qimmatli qog'ozlar ulushi 3,1 foizdan 4,4 foizgacha oshgan bo'lsa-da, subordinatsiyalashgan qarzlar ulushi 1,3-1,7 foiz oralig'ida saqlanib qolgan. Bu esa banklar resurs bazasini qimmatli qog'ozlar orqali diversifikatsiya qilish imkoniyatlaridan yetarli darajada foydalanilmayotganini anglatadi.

Shu munosabat bilan, tijorat banklarining kapitallashuv darajasi va uzoq muddatli resurs bazasini mustahkamlash maqsadida uzoq muddatli

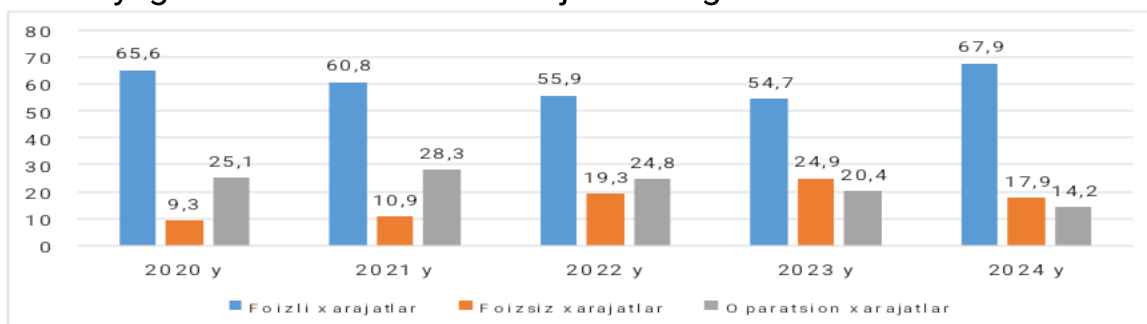
²⁸ Синки Дж. Финансовый менеджмент в коммерческом банке и в индустрии финансовых услуг. Пер. с англ. – М.: Алпина Паблицер, 2017. – С. 648.

obligatsiyalar shaklida subordinatsiyalashgan qarz majburiyatlarini muomalaga chiqarish, ular bo'yicha investorlarning foizli daromadlarini soliqdan ozod qilish hamda jalb qilingan mablag'larni iqtisodiy-moliyaviy samaradorligi yuqori bo'lgan investitsiya loyihalarini moliyalashtirishga yo'naltirish taklif etildi.

Mazkur taklif investorlar uchun subordinatsiyalashgan qarz majburiyatlarining sof daromadlilikini oshirish, banklar uchun esa uzoq muddatli va barqaror resurs manbasini shakllantirish imkonini beradi. Shu bilan birga, ushbu instrument banklarning depozitlar va banklararo kreditlarga qaramligini kamaytirish, aktivlar va passivlar muddatlari o'rtasidagi nomutanosiblikni pasaytirish hamda banklar tomonidan uzoq muddatli investitsiya loyihalarini moliyalashtirish imkoniyatini kengaytirishga xizmat qiladi.

2020-2024-yillarda respublikada tijorat banklari aktivlarining umumiy hajmida qimmatli qog'ozlarga qilingan investitsiyalarning ulushini o'zgarishi bilan banklar tomonidan muomalaga chiqarilgan qimmatli qog'ozlarning majburiyatlar hajmidagi ulushining o'zgarishi o'rtasida miqdoriy mutanosiblik mavjud bo'lmagan.

Keltirilgan 4-rasmdan ko'rinadiki, 2020-2024-yilda Turonbank xarajatlarning umumiy hajmida foizli xarajatlar nisbatan yuqori salmoqni egallagan. Buning ustiga, foizli xarajatlarning jami xarajatlardagi ulushi 2024-yilda 2020-yilga nisbatan sezilarli darajada oshgan.

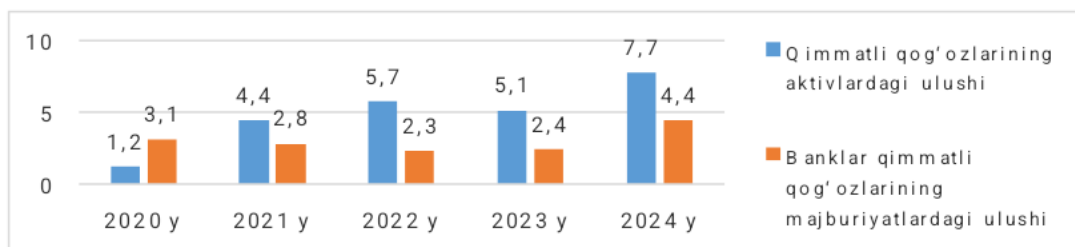


4-rasm. Turonbank xarajatlarning tarkibi, jamiga nisbatan foizda²⁹

4-rasmdan ko'rinadiki, 2020-2024-yilda Turonbank xarajatlarning umumiy hajmida foizsiz xarajatlar nisbatan kichik salmoqni egallagan.

Tahlil davrida Turonbank xarajatlarning umumiy hajmida operatsion xarajatlar nisbatan yuqori salmoqni egallagan. Biroq, operatsion xarajatlarning jami xarajatlardagi ulushi 2024-yilda 2020-yilga nisbatan sezilarli darajada pasaygan.

²⁹ Rasm muallif tomonidan Turonbank moliyaviy hisobotlarining ma'lumotlari asosida tuzilgan.



5-rasm. O'zbekiston Respublikasi aktivlari hajmida qimmatli qog'ozlarning ulushi va banklar tomonidan chiqarilgan qimmatli qog'ozlarning majburiyatlar hajmidagi ulushi, foizda³⁰

5-rasm ma'lumotlaridan ko'rinadiki, 2020-2024-yillarda respublikamiz tijorat banklari aktivlarining umumiy hajmida qimmatli qog'ozlarga qilingan investitsiyalarning ulushini o'zgarishi bilan banklar tomonidan muomalaga chiqarilgan qimmatli qog'ozlarning majburiyatlar hajmidagi ulushining o'zgarishi o'rtasida miqdoriy mutanosiblik mavjud bo'lmagan.

Mamlakat tijorat banklarining qimmatli qog'ozlar bilan amalga oshiriladigan emission operatsiyalarini rivojlantirish bilan bog'liq bo'lgan dolzarb muammolarni hal qilishga qaratilgan quyidagi takliflar va tavsiyalar ishlab chiqildi:

1. Aksiyalarning investitsion jozibadorligini ta'minlash yo'li bilan ustav kapitali hisobidan bankning kapitallashish darajasini oshirish uchun, birinchidan, regulyativ kapital rentabelligining me'yoriy darajasini ta'minlash kerak; ikkinchidan, ustav kapitali va qo'shimcha kapitalning regulyativ kapital hajmidagi salmog'ining yuqori va barqaror darajasiga erishish zarur; uchinchidan, dividendlarning sof foydaga nisbatan doimiy nisbati variantidan foydalanish yo'li bilan tijorat banklarining oddiy aksiyalarining investorlar uchun investitsion jozibadorligini oshirish lozim; to'rtinchidan, brutto aktivlar va sof foydaning o'zgarishi o'rtasidagi mutanosiblikni ta'minlash kerak.

2. Tijorat banklarining emission portfelini tarkibini optimallashtirish yo'li bilan REPO bitimlari bo'yicha foizli xarajatlarning foizli daromadlarga nisbatan darajasini pasaytirish uchun, birinchidan, REPO bitimlarining samaradorligini operatsion-qiymat usulida baholash lozim; ikkinchidan, bankning emission portfelini muomalaga chiqariladigan qimmatli qog'ozlarning turlari, muddatlari va valyutaviy tarkibi bo'yicha diversifikatsiya qilish kerak; uchinchidan, foizli daromadlarning o'sish sur'ati bilan foizli xarajatlarning o'sish sur'ati o'rtasidagi mutanosiblikni ta'minlash zarur.

3. Banklar qimmatli qog'ozlarining emissiyasi bilan qimmatli qog'ozlarga investitsiyalar o'rtasidagi miqdoriy mutanosiblikni ta'minlash uchun, birinchidan, qimmatli qog'ozlarga qilingan investitsiyalarning brutto aktivlar hajmidagi salmog'ining barqaror darajasini ta'minlash kerak; ikkinchidan, bankning qimmatli qog'ozlarini sotishdan olingan pul mablag'larining majburiyatlar hajmidagi salmog'ining barqaror darajasiga erishish zarur;

³⁰ Rasm muallif tomonidan O'zbekiston Respublikasi Markaziy bankining statistik ma'lumotlari asosida tuzilgan.

uchinchidan, qimmatli qog'ozlar emissiyasining o'sish sur'ati bilan qimmatli qog'ozlarga investitsiyalarning o'sish sur'ati o'rtasidagi miqdoriy mutanosiblikni ta'minlash lozim.

4. Bank aksiyalari va unga tenglashtirilgan vositalarni boshqarishni takomillashtirish yo'li bilan tijorat banklarining kapitallashish darajasini oshirish uchun shuba kompaniyalarga qilingan investitsiyalar miqdorini oshirish yo'li bilan birinchi darajali kapitalning hajmini oshirish, oddiy va imtiyozli aksiyalarning investitsion jozibadorligini ta'minlash yo'li bilan asosiy kapitalning regulyativ kapital hajmidagi salmog'ini oshirish, regulyativ kapitalning o'sish sur'ati bilan riskka tortilgan aktivlarning o'sish sur'ati o'rtasidagi miqdoriy mutanosiblikni ta'minlash orqali regulyativ kapitalning yetarlilik darajasini oshirish lozim.

5. Subordinatsiyalashgan qarz majburiyatlarini muomalaga chiqarish yo'li bilan tijorat banklarining kapitallashish darajasini oshirish va resurs bazasini mustahkamlash uchun investorlarning banklarning uzoq muddatli obligatsiyalari ko'rinishidagi subordinatsiyalashgan qarz majburiyatlaridan olingan foizli daromadlari soliqqa tortilmasligi, subordinatsiyalashgan qarz majburiyatlari bo'yicha banklar tomonidan o'z vaqtida va to'liq to'lanishini ta'minlash uchun sof foizli marjaning me'yoriy darajasini (4,5%) ta'minlashga erishish, subordinatsiyalashgan qarz majburiyatlarining foiz stavkasini belgilashda depozitlarning o'rtacha foiz stavkasini va inflyatsiyaning kutilayotgan darajasini hisobga olish, subordinatsiyalashgan qarz majburiyatlarini sotishdan olingan pul mablag'larini iqtisodiy-moliyaviy samaradorligi yuqori bo'lgan uzoq muddatli investitsiya loyihalarini moliyalashtirishga yo'naltirish lozim.

6. Banklarning depozit va jamg'arma sertifikatleri bilan amalga oshiriladigan emission operatsiyalarini rivojlantirish uchun, birinchidan, mazkur sertifikatlarning daromadlilik darajasini belgilashda inflyatsiyaning kutilayotgan darajasini va yuqori risklilikini hisobga olish kerak; ikkinchidan, tijorat banklarining depozit va jamg'arma sertifikatlarini Markaziy bankning ochiq bozor operatsiyalarining obyektiga aylantirish lozim; uchinchidan, tijorat banklarining boshqa tijorat banklarining depozit va jamg'arma sertifikatlariga qilgan investitsiyalarini likvidlilikni qoplash me'yori koeffitsiyentini hisoblashda yuqori likvidli aktiv sifatida tan olish zarur.

7. Suveren kredit reytingi yuqori bo'lgan tijorat banklariga ikki yoqlama regress shartiga ega bo'lgan "yashil" obligatsiyalarni muomalaga chiqarishga qonunchilik hujjatlari asosida ruxsat berish kerak.

Tadqiqotning empirik bazasini shakllantirish va banklarning emission faolligini belgilovchi omillarni aniqlash maqsadida O'zbekiston Respublikasining 34 ta tijorat bankidan iborat tanlanma (sample) shakllantirildi. 2024–2025-yillardagi moliyaviy hisobotlar ma'lumotlari asosida banklarning resurs yetishmovchiligi va fond bozori bilan bog'liqlik darajasini matematik modellashtrish uchun quyidagi ikkita asosiy derivativ (hosilaviy) o'zgaruvchi hisoblab chiqildi.

Ekonometrik modellashtirish jarayonining dastlabki bosqichi sifatida tanlab olingan 34 ta tijorat bankining 2024–2025-yillardagi faoliyat ko'rsatkichlari (jami 68 ta obyekt-kuzatuv) bo'yicha deskriptiv statistika tahlili o'tkazildi. Ushbu tahlil o'zgaruvchilarning o'rtacha qiymatlari, variatsiyasi va taqsimot qonuniyatlarini aniqlash orqali bank tizimidagi strukturaviy muammolarni miqdoriy jihatdan baholash imkonini berdi (10-jadval).

10-jadval

Banklarning emission ehtiyojiga ta'sir etuvchi omillarning regressiya tahlili natijalari (Dependent variable: LDR)

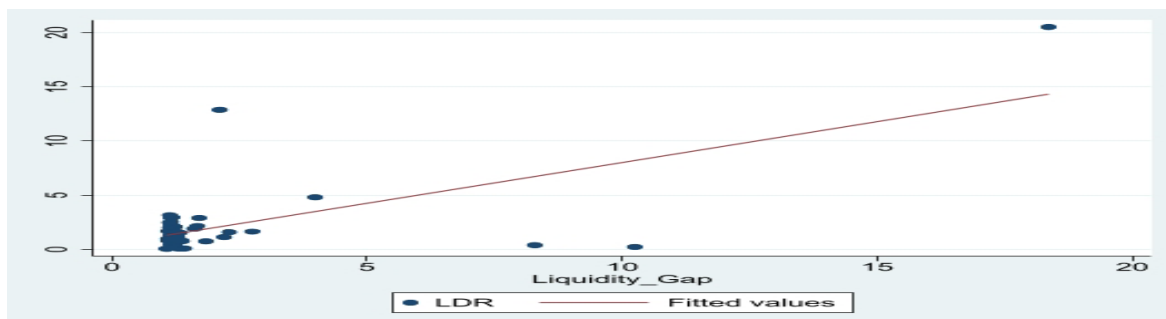
LDR	Coef.	St.Err.	t-value	p-value	[95% Conf Interval]	Sig
Liquidity_Gap	.781	.104	7.49	0	.573	.989 ***
public	.967	.583	1.66	.102	-.197	2.132
Constant	.159	.366	0.43	.666	-.572	.89
Mean dependent var		1.840	SD dependent var		2.818	
R-squared		0.464	Number of obs		68	
F-test		28.173	Prob > F		0.000	
Akaike crit. (AIC)		296.411	Bayesian crit. (BIC)		303.069	

*** $p < .01$, ** $p < .05$, * $p < .1$

Tadqiqotning yakuniy bosqichida banklarning resursga bo'lgan ehtiyoji (LDR) va uning strukturaviy determinantlari o'rtasidagi bog'liqlikni aniqlash maqsadida qurilgan ko'p omili regressiya modeli natijalari tahlil qilindi. Olingan natijalar ilgari surilgan ilmiy gipotezalarni empirik jihatdan tasdiqlash imkonini beradi (7-jadval).

$$\widehat{LDR}_{it} = 0.159 + 0.781LiquidityGap_{it} + 0.967Public_{it} + u_{it}$$

Regressiya tahlili natijalariga ko'ra, Liquidity_Gap o'zgaruvchisining koeffitsiyenti 0.781 ga teng bo'lib, statistik jihatdan o'ta yuqori ahamiyatlilik darajasiga ($p < 0.01$) ega ekanligi aniqlandi. Mazkur miqdoriy ko'rsatkich banklarning aktiv-passiv nomutanosibligi 1 birlikka ortishi ularning uzoq muddatli resurslarga, binobarin, emission operatsiyalarga bo'lgan ehtiyojini o'rtacha 78.1 foizga oshirishini anglatadi. Modelning prognoz xususiyati va ishonchliligi. Modelning determinatsiya koeffitsiyenti ($R^2 = 0.464$) va F-test natijalarining (Prob > F = 0.000) yuqoriligi tanlangan ekonometrik modelning sifatini tasdiqlaydi. 46.4 foizlik aniqlik darajasi banklararo raqobat va makroiqtisodiy o'zgaruvchilar ko'p bo'lgan sharoitda o'ta yuqori ko'rsatkich hisoblanib, u banklarning resurs strukturasi o'zgarishini prognoz qilish imkonini beradi.



6-rasm. Liquidity_Gap va LDR ko'rsatkichlari o'rtasidagi bog'liqlikning tarqalish diagrammasi³¹

Ekonometrik model natijalarini vizuallashtirish va o'zgaruvchilar o'rtasidagi mantiqiy izchillikni tasdiqlash maqsadida LDR (fondlashtirish bosimi) va Liquidity_Gap (strukturaviy nomutanosiblik) koeffitsiyentlarining tarqalish diagrammasi (Scatter plot) va regressiya chizig'i (Fitted line) qurildi (3-rasm). Ushbu grafik tahlili quyidagi muhim ilmiy xulosalar olindi: Grafikdagi qizil rangli regressiya chizig'ining yuqoriga qarab yo'nalganligi Liquidity_Gap va LDR o'rtasida to'g'ridan-to'g'ri musbat bog'liqlik mavjudligini ko'rsatadi; ma'lumotlarning klasterlanishi va tizimli xarakter: Kuzatuvlarning (ko'k nuqtalar) asosiy qismi grafikning quyi chap burchagida zich joylashgan bo'lib, bu O'zbekiston bank tizimidagi aksariyat banklarda likvidlik holati ma'lum bir umumiy doirada ekanligini anglatadi. Grafikning yuqori o'ng burchagida va asosiy klasterdan chetda joylashgan ayrim nuqtalar alohida e'tiborga loyiq.

XULOSA

Dissertatsion tadqiqotni amalga oshirish jarayonida tijorat banklarining qimmatli qog'ozlar bilan amalga oshiradigan emission operatsiyalari va ularni rivojlantirish bo'yicha quyidagi xulosalarni shakllantirdik:

1. Banklarning qimmatli qog'ozlar bilan amalga oshiriladigan emission operatsiyalarining ilmiy-nazariy asoslarini tadqiq qilish ko'rsatdiki:

fond bozori konyunkturasini dinamik o'zgarishi sharoitida optimal qimmatli qog'ozlar portfelini shakllantirish har doim ham etarli bo'lavermaydi. Bunday sharoitda tijorat bankiga qimmatli qog'ozlar portfelini shakllantirishning takomillashgan strategiyasini shakllantirish zarur bo'ladi;

muomalada bo'lgan sertifikatlar tijorat banklarining passivlarini boshqarishning muhim instrumenti hisoblanadi; tijorat bankining qimmatli qog'ozlarini sotishdan olingan pul mablag'lari barqaror passiv hisoblanadi; hosilaviy instrumentlar – forvardlar, fyucherslar, opsionlar va svoplardan foydalanish tijorat banklariga faoliyati ko'lamini sezilarli darajada kengaytirish imkonini berdi; banklar tomonidan taklif qilinadigan qimmatli qog'ozlar korporativ qimmatli qog'ozlar sifatida tijorat banklarining resurs bazasini shakllantirishda va ularning to'lovga qobilligini ta'minlashda muhim o'rin tutadi;

Bazel-I standartining talabiga muvofiq, banklarning nokumulyativ imtiyozli aksiyalar quyidagi oltita talabga javob berishi kerak: nokumulyativ imtiyozli aksiyalar foiz va dividend ko'rinishida daromad olish imkonini beradi; nokumulyativ imtiyozli aksiya egasi ovoz berish huquqiga ega emas; aksiyalarning ushbu turida muddat bo'lmaydi; mazkur aksiyalarning bank xohlasa qaytarib sotib olinadi; ushbu aksiyalarga dividendlar to'lanmasligi mumkin, qachonki aksiyadorlar bu haqda qaror qilsa; mazkur aksiyalarga to'lanmagan dividendlar "kuyib ketadi";

banklarning qimmatli qog'ozlar bozorida yanada faollashuvining muhim

³¹ Muallif ishlanmasi

shart-sharoitlari bo'lib, quyidagilar hisoblanadi: banklarning barqaror holati; banklarga yangi bank xizmatlarini o'zlashtirish uchun sezilarli darajadagi moliyaviy resurslarni jalb qilish imkonini beradigan operatsiyalarning daromadlilikligi;

tijorat banklarining qimmatli qog'ozlar bilan amalga oshiriladigan emission operatsiyalarini rivojlantirishning muhim shart-sharoitlaridan yana biri – bu banklarning emission operatsiyalarini tartibga solish tizimining takomillashganligidir;

tijorat banklari faoliyatini tartibga solishning angla-sakson modelida tijorat banklari investitsion banklar va universal tijorat banklariga ajratiladi. Bunda, investitsion banklarga depozitlar jalb qilish huquqi berilmaydi, ular qimmatli qog'ozlarni emissiya qilish yo'li bilan resurslar jalb qiladi;

2. Banklarning qimmatli qog'ozlar bilan amalga oshiriladigan emission operatsiyalarini rivojlantirish bo'yicha ilg'or xorij tajribasini o'rganish va umumlashtirish natijasi ko'rsatkichi:

"Bank of Tokyo-Mitsubishi" banki tomonidan muomalaga chiqarilgan o'z qimmatli qog'ozlarini sotishdan olingan pul mablag'larining miqdori 2021-2024-yillarda o'sish tendensiyasiga ega bo'lgan. Buning ustiga, bankning qimmatli qog'ozlarini sotishdan olingan pul mablag'larining miqdori 2024-yilda 2020-yilga nisbatan yuqori sur'atda o'sgan. Bundan tashqari banki tomonidan muomalaga chiqarilgan o'z qimmatli qog'ozlarini sotishdan olingan pul mablag'larining passivlar hajmidagi salmog'i 2020-2024-yillarda oshish tendensiyasiga ega bo'lib, mazkur ko'rsatkichning darajasi 2024-yilda 2020-yilga nisbatan yuqori sur'atda oshgan;

Deutsche Bank tomonidan muomalaga chiqarilgan qimmatli qog'ozlarni sotishdan olingan pul mablag'larining miqdori 2021-2023-yillarda pasayish tendensiyasiga ega bo'lgan. Bu esa, mazkur davrda depozitlar miqdorining o'sish tendensiyasiga ega bo'lganligi bilan izohlanadi;

Deutsche Bank tomonidan muomalaga chiqarilgan qimmatli qog'ozlarni sotishdan olingan pul mablag'larining passivlarning umumiy hajmidagi salmog'i 2020-2023-yillarda pasayish tendensiyasiga ega bo'lgan. Bu esa, mazkur davrda depozitlarning passivlarning umumiy hajmidagi salmog'ini oshish tendensiyasiga ega bo'lganligi bilan izohlanadi;

BNP Paribas banki tomonidan muomalaga chiqarilgan o'z qimmatli qog'ozlarining miqdori 2020-2024-yillarda o'sish tendensiyasiga ega bo'lgani holda, ushbu qimmatli qog'ozlarni sotishdan olingan pul mablag'larining passivlarning umumiy hajmidagi salmog'i 2020-2024-yillarda oshish tendensiyasiga ega bo'lgan;

Deutsche Bank foizli xarajatlarning miqdori 2021-2024-yillarda o'sish tendensiyasiga ega bo'lgan. Buning ustiga, foizli xarajatlarning miqdori 2024-yilda 2020-yilga nisbatan yuqori sur'atda o'sgan;

Deutsche Bank tomonidan muomalaga chiqarilgan qimmatli qog'ozlar bo'yicha qilingan foizli xarajatlarning miqdori 2021-2024-yillarda o'sish tendensiyasiga ega bo'lgani holda, 2024-yilda 2020-yilga nisbatan yuqori

sur'atda o'sgan;

Barclayc bank tomonidan muomalaga chiqarilgan qimmatli qog'ozlar bo'yicha qilingan foizli xarajatlarning miqdori 2020-2022-yillarda kamayish tendensiyasiga ega bo'lgani holda, 2022-2024-yillarda o'sish tendensiyasiga ega bo'lgan;

3. Respublika tijorat banklarining qimmatli qog'ozlar bilan amalga oshirilgan emission operatsiyalarining tarkibi va dinamikasining tahlili ko'rsatdiki:

respublikamiz tijorat banklari aktivlarining tarkibida 2020-2024-yillarda nisbata yuqori salmoqni depozitlar va xorijiy banklardan jalb qilingan kreditlar egallagani holda, banklarning qimmatli qog'ozlarini sotishdan olingan pul mablag'lari nisbatan kichik salmoqni egallagan;

O'zsanoatqurilishbank majburiyatlarining tarkibida 2020-2024-yillarda nisbatan yuqori salmoqni xorijiy banklardan olingan kreditlar va depozitlar egallagan;

O'zsanoatqurilishbank majburiyatlarining tarkibida 2020-2024-yillarda bankning qimmatli qog'ozlarini sotishdan olingan pul mablag'lari nisbatan kichik salmoqni egallagan, biroq, tahlil davrida oshish tendensiyasiga ega bo'lgan;

O'zsanoatqurilishbank majburiyatlarining tarkibida 2020-2024-yillarda depozitlarning ulushi 2024-yilda 2020-yilga nisbatan sezilarli darajada pasaygan. Ushbu pasayish mazkur davrda banklararo kreditlarning va chiqarilgan qimmatli qog'ozlarning majburiyatlar tarkibidagi ulushining sezilarli darajada oshganligi bilan izohlanadi;

tahlil davrida Turonbank tomonidan muomalaga qarzni qimmatli qog'ozlar chiqarilmagan.

4. Banklarning emission operatsiyalariga ta'sir etayotgan asosiy omillar bo'lib, quyidagilar hisoblanadi:

mamlakat fond bozorining rivojlanganligi yoki rivojlanmaganligi;

mamlakat Markaziy bankining qayta moliyalash stavkasini nisbatan yuqori ekanligi;

respublikada inflyatsiyaning yillik darajasini 2020-2024-yillarda yuqori bo'lganligi;

milliy valyutaning xorijiy valyutalarga nisbatan qadrsizlanish sur'atining nisbatan yuqori ekanligi;

banklarning moliyaviy barqarorligi va likvidliligi;

davlat qimmatli qog'ozlari bozorining rivojlanganligi.

НАУЧНЫЙ СОВЕТ DSc.03/2025.27.12.I.01.10 ПО ПРИСУЖДЕНИЮ
УЧЕНЫХ СТЕПЕНЕЙ ПРИ НАЦИОНАЛЬНОМ УНИВЕРСИТЕТЕ
УЗБЕКИСТАНА ИМЕНИ МИРЗО УЛУГБЕКА

ТАШКЕНТСКИЙ МЕЖДУНАРОДНЫЙ УНИВЕРСИТЕТ КИМЁ

ГАЙБУЛЛАЕВА ЗИЛОЛА РАХМАТУЛЛО КИЗИ

ПУТИ РАЗВИТИЯ ЭМИССИОННЫХ ОПЕРАЦИЙ БАНКОВ
С ЦЕННЫМИ БУМАГАМИ

08.00.07 – Финансы, денежное обращение и кредит

АВТОРЕФЕРАТ
диссертации доктора философии (PhD) по экономическим наукам

Ташкент – 2026

Тема диссертации доктора философии (PhD) по экономическим наукам зарегистрирована Высшей аттестационной комиссией при Академии наук Республики Узбекистан за №B2024.4.PhD/Iqt4709.

Диссертация выполнена в Ташкентском международном университете Кимё.

Автореферат диссертации на трех языках (узбекском, русском, английском (резюме)) размещен на веб-странице Научного совета (www.tsue.uz) и информационно-образовательного портала «Ziyonet» (www.ziyonet.uz).

Научный руководитель:

Бобакулов Тулкин Ибодуллаевич
доктор экономических наук,
профессор

Официальные оппоненты:

Бердияров Бахриддин Тавашарович
доктор экономических наук,
профессор

Ханалиев Ботир Бахтиёрович
доктор философии по
экономическим наукам

Ведущая организация:

**Банковско-финансовая академия
Республики Узбекистан**

Защита диссертации состоится «__» _____ 2026 года в __:__ ч. на заседании Научного совета DSc.03/2025.27.12.I.01.10 по присуждению ученых степеней при Национальном университете Узбекистана имени Мирзо Улугбека. Адрес: 100174, г.Ташкент, ул.Университетская, 4.

Тел.: (+99891)246-08-62; (+99871) 227-10-59; факс:(+99871) 246-65-24; e-mail: rector@nuu.uz

С диссертацией можно ознакомиться в Информационно-ресурсном центре Национального университета Узбекистана имени Мирзо Улугбека (регистрационный номер №____). Адрес: 100174, г.Ташкент, ул.Университетская, 4. Тел.: (+99891)246-08-62; (+99871) 227-10-59; факс:(+99871) 246-65-24; e-mail: rector@nuu.uz

Автореферат диссертации разослан «____» _____ 2026 г.

(реестр протокола рассылки № ____ от «____» _____ 2026 г.).

А.Т.Умаров

Председатель Научного совета по
присуждению ученых степеней, д.э.н.,
доцент

К.К. Мамбетжанов

Ученый секретарь Научного совета
по присуждению ученых степеней,
д.э.н., профессор

Б.Т. Бердияров

Председатель Научного семинара

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

ВВЕДЕНИЕ (аннотация докторской диссертации (PhD))

Актуальность и востребованность темы диссертации. В мировой банковской практике развитие эмиссионных операций коммерческих банков с ценными бумагами является необходимым условием укрепления их ресурсной базы. Поэтому в банковской практике стран мира развитие эмиссионной деятельности коммерческих банков рассматривается как одно из приоритетных направлений обеспечения устойчивости банковской деятельности. В частности, объем денежных средств, полученных от продажи собственных ценных бумаг, выпущенных в обращение японским банком «Bank of Tokyo-Mitsubishi», в 2021-2024 годах имел тенденцию к росту и в 2024 году увеличился на 55,8 процентов по сравнению с 2020 годом. Доля собственных ценных бумаг, выпущенных немецким банком BNP Paribas, в общем объеме пассивов имела тенденцию к росту в 2020-2024 годах, но в 2024 году увеличилась на 8,5 процентных пункта по сравнению с 2020 годом³². Это создает необходимость изучения и обобщения передового зарубежного опыта развития эмиссионных операций коммерческих банков.

В мире проводятся научные исследования, посвященные обеспечению инвестиционной привлекательности акций банков, повышению эффективности эмиссионной деятельности коммерческих банков на основе инноваций, обеспечению стабильности пассивов банков, совершенствованию организации и регулирования обращения «зеленых» облигаций коммерческих банков, а также организации и регулированию обращения депозитных и сберегательных сертификатов банков, диверсификации эмиссионного портфеля коммерческих банков.

В Узбекистане в стратегии на 2020-2025 годы определены такие задачи, как «создание на финансовом рынке равных конкурентных условий, снижение зависимости банков от государственных ресурсов, совершенствование корпоративного управления и привлечение менеджеров с международным практическим опытом, комплексная трансформация коммерческих банков с долей государства»³³. Выполнение этих задач обуславливает необходимость развития эмиссионных операций коммерческих банков с ценными бумагами.

Данное диссертационное исследование в определенной степени служит выполнению задач, определенных в указах Президента Республики Узбекистан УП-21 от 16 февраля 2026 года «О дополнительных мерах по последовательному продолжению и выведению на новый этап реформ в рамках приоритетных

³² Bank of Tokyo-Mitsubishi. Consolidated summary Balance Sheet. Annual Reports//bk. mufg.jp/global/BNP Paribas. Annual reports//www.bnpparibas.com.

³³ Указ Президента Республики Узбекистан УП-5992 от 12 мая 2020 года “О Стратегии реформирования банковской системы Республики Узбекистан на 2020-2025 годы”

направлений развития страны до 2030 года», УП-60 от 28 января 2022 года «О Стратегии развития Нового Узбекистана на 2022-2026 годы», УП-5992 от 12 мая 2020 года «О Стратегии реформирования банковской системы Республики Узбекистан на 2020-2025 годы», Постановлении Президента Республики Узбекистан ПП-3270 от 12 сентября 2017 года «О мерах по дальнейшему развитию и повышению устойчивости банковской системы республики О мерах по дальнейшему развитию и повышению устойчивости банковской системы республики».

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

Степень изученности проблемы. Вопрос развития эмиссионных операций коммерческих банков с ценными бумагами был проанализирован в исследованиях таких зарубежных ученых-экономистов, как H.Markovits, R.Banerjee, J.Contreras, A.Mehrotra, F.Zampolli, M.S.Frederic, E.G. Eakins³⁴.

В исследовательских работах таких зарубежных экономистов, как Ю.Морозкин, Ж.Цинки, В.Усоскин, И.Ларионова, Е.Мешкова, У.Шарп, Г.Александр, Д.Бейли, С.Вайн, А.Вериго, С.Чаган, Е.Алифанова, Ю.Евлахова, Т.Гончаренко³⁵ проведены исследования, связанные с развитием операций коммерческих банков с ценными бумагами.

В научных работах отечественных ученых-экономистов А.Омонова,

³⁴ Markowitz H. Portfolio Selection. The Journal of Finance, 1952 – №7. – R. 77-91.; Banerjee R., Contreras J., Mehrotra A., Zampolli F. Inflation at Risk in Advanced and Emerging Market Economies//Journal of International Money and Finance. – 2024. – Vol. 142. – Article 103025. doi: 10.1016/j.jimonfin.2024.103025.; Berger A. N., Karolyi S., Roman R. A. Commercial Banking: Distinct Value, Roles, and Methods. – Academic Press, 2025.; Frederic S. Mishkin and Stanley G. Eakins. Financial markets and institutions. Global edition. Pearson, 2018. – P. 290. (706 p).;

³⁵ Морозкин Ю.Н, Свистунова Е.С. Управление портфелем ценных бумаг в коммерческом банке//Вестник Челябинского государственного университета. – Челябинск, 2011. – №6. – С. 138.; Синки Дж. Финансовый менеджмент в коммерческом банке и в индустрии финансовых услуг. Пер. с англ. – М.: Алпина Паблишер, 2017. – 1018 с.; Усоскин В.М. Современный коммерческий банк: управление и операции. – М.: ЛЕНАНД, 2019. – 217с.; Ларионова И.В. Управление ликвидностью в коммерческом банке на основе денежных потоков. Банковский менеджмент. 5-е изд. – М.: КНОРУС, 2016. – 660с.; Мешкова Е.И. Оценка деятельности и финансовой устойчивости коммерческого банка//Банковский менеджмент. Под ред. проф. О.И. Лаврушина. – М.: КНОРУС, 2016. – С. 141-148.; Шарп У.Ф., Александр Г.Д., Бейли Д.В. Инвестиции. Пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 2016. – 1028 с.; Вайн С. Оптимизация ресурсов современного банка. – М.: Алпина Паблишер, 2013. – 194 с.; Вериго А.В., Чаган С.А. Теоретические аспекты и классификации операций банков с ценными бумагами//Банковский бизнес и финансовая экономика: глобальные тренды и перспективы развития : материалы IX Междунар. науч.-практ. конф. молодых ученых, магистрантов и аспирантов, Минск, 24-мая 2024 г.- Минск, 2024. – 297-300.; Алифанова Е.Н., Евлахова Ю.С. Системно значимые кредитные организации как зона уязвимости к угрозам финансовой безопасности России / Финансы и кредит. 2019. Т. 25, № 8. – С. 1712-1726.; Гончаренко Т.В., Белотсерковский Е.Д., Чагарный А.С. Операции коммерческих банков с ценными бумагами//Финансовые исследования. – Москва, 2020. – № 2. – С. 108-118.; Бутко Ю.А. Ценные бумаги коммерческого банка как объект вложения средств частных инвесторов: возможности и перспективы//Дайджест-Финансы. – Москва, 2001. – №11. – С. 41-48.

Ж.Мажидова, З.Холмахмадова, Х.Тиллаева, И.Худойкулова, Б.Одилова³⁶ и других исследованы научно-теоретические и практические аспекты развития эмиссионных операций коммерческих банков с ценными бумагами.

Однако узбекскими учеными-экономистами в условиях реформирования национальной банковской системы вопрос развития эмиссионных операций коммерческих банков с ценными бумагами не изучался в качестве объекта диссертационного исследования.

Связь темы диссертации с научно-исследовательскими работами учреждения высшего образования, где выполнена диссертация. Диссертационная работа выполнена в соответствии с планом научно-исследовательских работ Ташкентского международного университета Кимё в рамках научного проекта F-1-115 на тему Теоретические и методологические основы развития Национальной финансово-кредитной системы в соответствии с целями Стратегии «Узбекистан-2030».

Целью исследования является разработка научных предложений и практических рекомендаций, направленных на развитие эмиссионных операций коммерческих банков Узбекистана с ценными бумагами.

Задачи исследования:

исследование научно-теоретических взглядов на развитие эмиссионных операций коммерческих банков с ценными бумагами и оценка их практической значимости;

исследование передового зарубежного опыта развития эмиссионных операций коммерческих банков с ценными бумагами и обоснование возможности его использования в практике Узбекистана;

анализ современного состояния эмиссионных операций коммерческих банков Узбекистана с ценными бумагами и выявление существующих тенденций;

выявление актуальных проблем, связанных с развитием эмиссионных операций коммерческих банков с ценными бумагами;

разработка научных предложений и практических рекомендаций, направленных на развитие эмиссионных операций коммерческих банков страны с ценными бумагами.

Объектом исследования являются коммерческие банки Узбекистана, в частности, АО «Узпромстройбанк», АО «Асакабанк», АО «Туронбанк» и Национальный банк Республики Узбекистан.

³⁶ Omonov A.A. Tijorat banklarining resurslarini samarali boshqarish masalalari. i.f.d. ilm. dar. ol. uchun diss. – Toshkent, 2008.; Majidov J.K. O'zbekiston Respublikasi tijorat banklari aktivlar portfellarining sifatini oshirish yo'llari. I.f.b. f.d. diss. avtoref. – Toshkent, 2020. – 54 b.; Xolmaxmadov Z.A. Milliy bank tizimi: barqarorlikni ta'minlash va istiqbol//»Xalqaro moliya va hisob» ilmiy elektron jurnali. – Toshkent, 2018. – № 4 – 5, avgust-oktyabr.; Tillayev X.S. Tijorat banklarining qimmatli qog'ozlar bozoridagi faoliyatini rivojlantirish: Iqtisodiyot fanlari bo'yicha falsafa doktori (PhD) dissertatsiyasi avtoreferati – Toshkent, 2020. – 26 b.; Xudoyqulov X.X. Fond bozori aktivlarini baholash mexanizmini takomillashtirish: Iqtisodiyot fanlari bo'yicha falsafa doktori (PhD) dissertatsiyasi avtoreferati. – Toshkent, 2018. – 23 b.; Odilov B.F. Tijorat banklari passivlarining barqarorligini ta'minlash yo'llari. I.f.f.d. diss. avtoreferati. – Toshkent, 2023. – 48 b.

Предметом исследования являются финансовые отношения, возникающие в процессе осуществления эмиссионных операций коммерческих банков.

Методы исследования. В ходе исследования использованы методы системного анализа, обобщения, абстрактно-логического мышления, а также статистические и эконометрические методы.

Научная новизна исследования заключается в следующем:

предложено обеспечить рентабельность регулятивного капитала на уровне $ROE=15\%$ при укреплении капитализации банка путем повышения инвестиционной привлекательности акций коммерческих банков, оптимизировать соотношение между уставным капиталом и дополнительным капиталом, а также использовать подход $D/E=const$ в дивидендной политике;

предложено диверсифицировать эмиссионный портфель банков при снижении уровня процентных расходов по отношению к процентным доходам в банках, оценить эффективность сделок REPO операционно-стоимостным методом и обеспечить сбалансированность темпов роста процентных доходов и процентных расходов;

обоснована целесообразность увеличения доли средств, полученных от эмиссии и размещения банковских ценных бумаг, в структуре обязательств на 0,3 процентного пункта за счет повышения доли инвестиций в ценные бумаги в составе брутто активов на 1,9 процентного пункта с целью обеспечения количественной сбалансированности эмиссионных и инвестиционных операций коммерческих банков с ценными бумагами;

в целях укрепления уровня капитализации и долгосрочной ресурсной базы коммерческих банков предложено выпуск в обращение субординированных долговых обязательств, освобождение от налогообложения процентных доходов инвесторов по ним и направление привлеченных средств на долгосрочные инвестиционные проекты.

Практические результаты исследования состоят в следующем:

дана оценка практической значимости научно-теоретических взглядов на развитие эмиссионных операций коммерческих банков с ценными бумагами;

обосновано предложение об освобождении от налогообложения процентных доходов инвесторов, полученных от субординированных долговых обязательств в виде долгосрочных облигаций банков, для повышения уровня капитализации коммерческих банков и укрепления ресурсной базы путем выпуска в обращение субординированных долговых обязательств, достижении нормативного уровня чистой процентной маржи (4,5%) для обеспечения своевременной и полной выплаты банками субординированных долговых обязательств, учете средней процентной ставки депозитов и ожидаемого уровня инфляции

при определении процентной ставки субординированных долговых обязательств, направлении денежных средств, полученных от продажи субординированных долговых обязательств, на финансирование долгосрочных инвестиционных проектов с высокой экономической и финансовой эффективностью;

обоснована рекомендация по развитию эмиссионных операций банков с депозитными и сберегательными сертификатами с учетом ожидаемого уровня инфляции и высокого риска при определении уровня доходности данных сертификатов, превращению депозитных и сберегательных сертификатов коммерческих банков в объект операций Центрального банка на открытом рынке, признанию инвестиций коммерческих банков в депозитные и сберегательные сертификаты других коммерческих банков в качестве высоколиквидного актива при расчете коэффициента нормы покрытия ликвидности;

обоснована целесообразность разрешения коммерческим банкам с высоким суверенным кредитным рейтингом выпуска в обращение "зеленых" облигаций с условием двойного регресса на основании законодательных актов.

Достоверность результатов исследования. Достоверность результатов исследования определяется тем, что они основаны на исследовании научно-теоретических взглядов по теме, результатах изучения и обобщения передового зарубежного опыта, а также анализе статистических данных Центрального банка и данных финансовой отчетности коммерческих банков.

Научная и практическая значимость результатов исследования. Научная значимость результатов исследования определяется тем, что они могут быть использованы в качестве источника при проведении научных исследований, направленных на обеспечение устойчивости ресурсной базы коммерческих банков в будущем.

Практическая значимость результатов исследования заключается в том, что они могут быть использованы при разработке комплекса мер, направленных на развитие эмиссионных операций коммерческих банков республики.

Внедрение результатов исследования. На основе полученных научных результатов по развитию эмиссионных операций банков с ценными бумагами:

предложение по обеспечению рентабельности регулятивного капитала на уровне $ROE=15\%$ при укреплении капитализации банка путем повышения инвестиционной привлекательности акций коммерческих банков, оптимизации соотношения между уставным капиталом и дополнительным капиталом, а также использовании подхода $D/E=const$ в дивидендной политике внедрено в практику АКБ «Туронбанк» (Справка АКБ «Туронбанк» №31/04-681 от 20 октября 2025

года). Реализация предложенного новшества, направленного на рост инвестиционной привлекательности акций и увеличение уставного фонда, обеспечила в 2024 году прирост регулятивного капитала АКБ «Туронбанк» на 1,1 процентных пункта относительно уровня 2023 года;

предложение по диверсификации эмиссионного портфеля банков при снижении уровня процентных расходов по отношению к процентным доходам в банках, оценке эффективности сделок REPO операционно-стоимостным методом и обеспечении сбалансированности темпов роста процентных доходов и процентных расходов внедрено в практику АКБ «Туронбанк» (Справка АКБ «Туронбанк» №31/04-681 от 20 октября 2025 года). В результате внедрения в практику предложения по снижению уровня процентных расходов по сделкам REPO по отношению к процентным доходам путем оптимизации структуры эмиссионного портфеля банка, уровень процентных расходов по сделкам REPO по отношению к процентным доходам в Туронбанке в 2024 году снизился на 1,2 процентных пункта по сравнению с 2023 годом;

предложение по увеличению доли средств, полученных от эмиссии и размещения банковских ценных бумаг, в структуре обязательств на 0,3 процентного пункта за счет повышения доли инвестиций в ценные бумаги в составе брутто активов на 1,9 процентного пункта с целью обеспечения количественной сбалансированности эмиссионных и инвестиционных операций коммерческих банков с ценными бумагами внедрено в практику АКБ «Туронбанк» (Справка АКБ «Туронбанк» №31/04-681 от 20 октября 2025 года). В результате внедрения научной новизны и внедрения в практику предложения по обеспечению количественной пропорциональности между эмиссией банковских ценных бумаг и инвестициями в ценные бумаги доля инвестиций в ценные бумаги в объеме активов АКБ «Туронбанк» в 2024 году увеличилась на 1,9 процентных пункта по сравнению с 2023 годом, а доля денежных средств, полученных от продажи акций банка, в объеме пассивов увеличилась на 0,3 процентных пункта;

предложение о выпуске в обращение субординированных долговых обязательств в целях укрепления уровня капитализации и долгосрочной ресурсной базы коммерческих банков, освобождение от налогообложения процентных доходов инвесторов по ним и направление привлеченных средств на долгосрочные инвестиционные проекты внедрено в практику АКБ «Туронбанк» (Справка АКБ «Туронбанк» №31/04-681 от 20 октября 2025 года). В результате внедрения в практику предложения по повышению уровня капитализации коммерческих банков путем совершенствования управления акциями и приравненными к ним средствами АКБ «Туронбанк» доля уставного капитала в объеме регулятивного капитала АКБ «Туронбанк» увеличилась на 0,9 процентных пункта.

Апробация результатов исследования. Основные результаты диссертации прошли апробацию на 5 международных и 2 республиканских научно-практических конференциях.

Опубликованность результатов исследования. По теме диссертации было опубликовано 16 научных работ, из них 8 статей в научных изданиях, рекомендованных Высшей аттестационной комиссией Республики Узбекистан для публикации основных результатов докторских диссертаций, в том числе: 6 в республиканских и 2 в зарубежных журналах.

Структура и объем диссертации. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения и списка использованной литературы. Объем диссертации составляет 137 страниц.

ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ ДИССЕРТАЦИИ

Во **введении** обоснованы актуальность и востребованность темы исследования, сформулированы цель и задачи, объект и предмет исследования, показано соответствие приоритетным направлениям развития науки и технологий республики, а также изложена научная новизна и практические результаты исследования, раскрыто научное и практическое значение полученных результатов, приведены сведения о внедрении в практику результатов исследования, опубликованные работы и сведения о структуре диссертации.

В первой главе диссертации **«Научно-теоретические основы и зарубежный опыт эмиссионных операций коммерческих банков с ценными бумагами»** исследованы научно-теоретические взгляды на развитие эмиссионных операций банков с ценными бумагами и дана оценка их практической значимости, проведен сравнительный анализ условий развития эмиссионных операций коммерческих банков с ценными бумагами, а также изучен и обобщен передовой зарубежный опыт развития эмиссионных операций банков с ценными бумагами.

Согласно «Теории портфеля» Х.Марковица, «одна из основных ошибок заключается в том, что инвестор всегда обеспечивает портфель, который обеспечивает низкий риск при оптимальном уровне доходности или обеспечивает высокую доходность при умеренном уровне риска. Чтобы избежать такой ошибки, инвестор должен выбрать портфель, при котором ожидаемая доходность не может увеличиться без увеличения риска или, наоборот, риск не может уменьшиться без уменьшения ожидаемой доходности»³⁷.

По заключению Ф.Мишкина: «государственные гарантии по депозитам и другим пассивам банков не распространяются на корпоративные ценные бумаги, и для них капитал выполняет функцию важного обеспечения. Однако, поскольку обычные акции являются относительно дорогой формой финансирования банковской

³⁷ Markowitz H. Portfolio Selection. The Journal of Finance, 1952 – №7. – R. 77-91.

деятельности, банки стремятся использовать больше долговых инструментов с целью сокращения затрат»³⁸. Действительно, денежные средства, полученные от продажи простых и привилегированных акций, являются стабильным источником финансирования деятельности коммерческих банков. Однако, как признает Ф.Мишкин, денежные средства, полученные от продажи акций, являются относительно дорогой формой финансирования.

По мнению группы зарубежных ученых-экономистов:

- выпуск депозитных сертификатов является одним из основных видов эмиссионных операций коммерческих банков;
- отсутствие налогообложения еврооблигаций и регулирования их рынка дает определенные преимущества эмитентам еврооблигаций и их покупателям;
- применение метода капитализации дохода в отношении корпоративных облигаций значительно повышает их инвестиционную привлекательность;
- отличительным преимуществом размещения акций посредством американских депозитарных расписок (ADR) является то, что инвестор избавляется от необходимости поставки сертификата на акции и конвертации дохода в доллары;
- одним из основных факторов, влияющих на инвестиционную привлекательность ценных бумаг, выпускаемых коммерческими банками, является практика налогообложения доходов, получаемых от этих ценных бумаг³⁹.

Согласно выводам С. Вайна: повышение безрисковых процентных ставок приводит к снижению размера корпоративной прибыли, а рыночная цена акций банка не снижается при повышении уровня инфляции, поскольку банки повышают цены в соответствии с уровнем инфляции; снижение процентных ставок может привести к увеличению прибыли банков, так как при этом банки имеют возможность снизить размер процентных расходов; при снижении кредитных спредов финансовое состояние банков улучшается, и при этом обоснованно ожидать повышения цен на акции, а стоимость пут-опционов увеличивается с повышением волатильности цен на банковские акции. Это приводит к необходимости увеличения кредитных спредов⁴⁰.

Одним из важных условий развития эмиссионных операций коммерческих банков с ценными бумагами является развитие операций Центрального банка с коммерческими банками на открытом рынке.

Известный экономист из США Ф. Мишкин пишет: «Политика открытого рынка Центрального банка имеет следующие преимущества

³⁸ Синки Дж. Финансовый менеджмент в коммерческом банке и в индустрии финансовых услуг. Пер. с англ. – М.: Алпина Пабlishер, 2017. – С. 396.

³⁹ Шарп У.Ф., Александер Г.Д., Бейли Д.В. Инвестиции. Пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 2016. – 1028 с.

⁴⁰ Вайн С. Оптимизация ресурсов современного банка. – М.: Алпина Пабlishер, 2013. – 194 с.

перед другими инструментами денежно-кредитной политики: Центральный банк имеет возможность непосредственно контролировать объем операций на открытом рынке (он не имеет возможности непосредственно контролировать объем дисконтных кредитов, но может влиять на изменение спроса на дисконтные кредиты путем изменения ставки дисконтирования Центрального банка); операции на открытом рынке могут быть точно количественно оценены и легко изменены в объеме (можно повлиять на денежную базу путем покупки или продажи небольшого объема ценных бумаг в рамках политики открытого рынка); в рамках политики открытого рынка имеется возможность оперативного исправления ошибок, возникающих в процессе осуществления операций по покупке и продаже ценных бумаг; в рамках политики открытого рынка операции по покупке и продаже ценных бумаг осуществляются через весьма короткие промежутки времени, что обеспечивает высокую оперативность реализации мер денежно-кредитного регулирования»⁴¹.

В англосаксонской модели регулирования деятельности коммерческих банков коммерческие банки делятся на инвестиционные и универсальные коммерческие банки. При этом инвестиционным банкам не предоставляется право привлекать депозиты, они привлекают ресурсы путем эмиссии ценных бумаг. Например, в США с принятием закона Гласса-Стигола в 1933 году коммерческие банки были разделены на инвестиционные и депозитные банки, а инвестиционные банки стали привлекать ресурсы путем эмиссии ценных бумаг⁴².

В Директиве Европейского Союза №2006/48 приведен перечень банковских операций и в качестве основных операций коммерческих банков рассматриваются операции с инструментами денежного рынка (чеки, векселя, депозитные сертификаты, сберегательные сертификаты), осуществляемые за счет собственных средств и средств клиентов⁴³.

Таким образом, согласно банковскому законодательству Европейского Союза, операции с ценными бумагами являются основными операциями коммерческих банков. Следует отметить, что одним из важных условий развития эмиссионных операций коммерческих банков с ценными бумагами является развитие рынка ценных бумаг страны. В банковской практике развитых стран денежные средства, полученные от продажи ценных бумаг банков, играют важную роль в формировании ресурсной базы коммерческих банков.

⁴¹ Мишкин Ф.С. Экономическая теория денег, банковского дела и финансовых рынков. Пер. с англ. – М.: ООО “И.Д. Вильямс”, 2013. – С. 485-486.

⁴² З. П. Деили, З. Г. Пассеик, А. М. Поллард, К. К. Эллис; Банковское право США (Banking law of the USA).- Прогресс, 1992. – 768 п.

⁴³ Трофимов К. Т. Банковское право: учеб. пособие. М.: Волтерс Клувер, 2010. - 320 с.

В таблице 1 проанализирована тенденция роста объема денежных средств, полученных от реализации собственных ценных бумаг, эмитированных банком «Bank of Tokyo-Mitsubishi», в 2021–2024 годах.

Таблица 1

Количество и уровень собственных ценных бумаг, выпущенных в обращение банком «Bank of Tokyo-Mitsubishi»⁴⁴

Показатели/годы	2020	2021	2022	2023	2024
Денежные средства, полученные от продажи ценных бумаг банка, млрд. иен	4763 2	3742 6	3976 5	6975 6	7420 3
Удельный вес денежных средств, полученных от реализации ценных бумаг банка, в общем объеме пассивов, %	14,4	10,6	10,8	18,3	18,7

Как видно из данных таблицы 1, сумма денежных средств, полученных от продажи ценных бумаг банка, в 2024 году выросла более высокими темпами, чем в 2020 году. Это является положительным моментом с точки зрения развития эмиссионных операций с ценными бумагами банка “Bank of Tokyo-Mitsubishi”. Удельный вес денежных средств, полученных от продажи собственных ценных бумаг, выпущенных в обращение банком “Bank of Tokyo-Mitsubishi”, в объеме пассивов имел тенденцию к увеличению в 2020-2024 годах. Более того, уровень этого показателя в 2024 году вырос более высокими темпами, чем в 2020 году.

Анализ показал, что сумма денежных средств, полученных от продажи ценных бумаг, выпущенных Deutsche Bank, имела тенденцию к снижению в 2021-2023 годах. Это объясняется тем, что в этот период количество депозитов имело тенденцию к росту. Доля денежных средств, полученных от продажи ценных бумаг, выпущенных Deutsche Bank, в общем объеме пассивов снизилась в 2020-2023 годах. Это объясняется тем, что в этот период удельный вес депозитов в общем объеме пассивов имел тенденцию к увеличению.

Таблица 2

Количество и уровень собственных ценных бумаг, выпущенных французским банком BNP Paribas⁴⁵

Показатели / годы	2020	2021	2022	2023	2024
Денежные средства, полученные от продажи ценных бумаг банка, млрд. евро	453,4	594,6	648,6	683,8	723,4
Удельный вес денежных средств, полученных от реализации ценных бумаг банка, в общем объеме пассивов, %	18,2	22,6	24,3	26,4	26,7

В таблице 2 ниже проанализировано количество собственных ценных бумаг, выпущенных в обращение банком BNP Paribas. Из таблицы 2 видно, что удельный вес денежных средств, полученных от

⁴⁴ Таблица составлена автором на основе данных годовых отчетов банка Bank of Tokyo-Mitsubishi

⁴⁵ Таблица рассчитана автором на основе данных годовых отчетов банка BNP Paribas (www.bnpparibas.com)

продажи этих ценных бумаг, в общем объеме пассивов имел тенденцию к увеличению в 2020-2024 годах, имея тенденцию к росту в 2020-2024 годах. Это является положительным моментом с точки зрения развития эмиссионных операций банка BNP Paribas с ценными бумагами.

Во второй главе диссертации «Современное состояние эмиссионных операций банков с ценными бумагами» проанализированы структура и динамика эмиссионных операций коммерческих банков с ценными бумагами в республике и дана оценка уровню влияния факторов, влияющих на эти операции.

Согласно общепризнанной в международной банковской практике структуре обязательства коммерческих банков состоят из следующих видов: обязательства по депозитам перед клиентами и другими банками; обязательства по ценным бумагам банка; обязательства по кредитам, полученным от других банков; обязательства по торгово-посреднической деятельности.

Согласно данным таблицы 3, в структуре активов коммерческих банков республики в 2020-2024 годах относительно высокий удельный вес занимали депозиты и кредиты, привлеченные из иностранных банков, в то время как денежные средства, полученные от продажи ценных бумаг банков, занимали относительно небольшой удельный вес.

Таблица 3

Структура обязательств коммерческих банков⁴⁶, %

Структура обязательств / Годы	2020	2021	2022	2023	2024
Депозиты	37,3	41,8	45,4	43,5	47,2
Средства других банков	5,6	5,0	8,9	8,3	6,6
Межбанковские кредиты	49,3	46,5	39,1	40,4	35,9
Выпускаемые ценные бумаги	3,1	2,8	2,3	2,4	4,4
Субординированный долг	1,3	1,1	1,4	1,7	1,7
Начисленные проценты к оплате	1,2	1,1	1,1	1,5	1,5
Прочие обязательства	2,2	1,9	1,8	2,2	2,7
Обязательства – всего	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Это свидетельствует о низком уровне развития эмиссионных операций с ценными бумагами отечественных банков.

В структуре обязательств АКБ «Туронбанк» проанализирована динамика обязательств в 2020-2024 годах (таблица 4). Таблица 4 показывает, что в структуре обязательств АКБ «Туронбанк» в 2020-2024 годах относительно высокий удельный вес занимали межбанковские кредиты и депозиты, банк не выпускал в обращение долговые ценные бумаги. Доля депозитов в структуре обязательств в 2024 году значительно увеличилась по сравнению с 2020 годом (с 28,2% до 35%). Это объясняется значительным снижением доли межбанковских кредитов в структуре обязательств за этот период.

⁴⁶ Таблица составлена автором на основе статистических данных Центрального банка Республики Узбекистан

Таблица 4

Структура обязательств АКБ «Туронбанк», %⁴⁷

Структура обязательств / Годы	2020	2021	2022	2023	2024
Депозиты	28,2	31,2	31,7	33,2	35,0
Средства других банков	11,1	11,8	14,2	13,7	12,4
Межбанковские кредиты	57,7	55,4	52,3	51,1	49,8
Выпускаемые ценные бумаги	0	0	0	0	0
Субординированный долг	0	0	0	0	0,8
Начисленные проценты к оплате	0,2	0,6	0,6	0,7	0,8
Прочие обязательства	2,8	1,0	1,2	1,3	1,2
Обязательства – всего	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Доля средств других банков в структуре обязательств АКБ «Туронбанк» имела тенденцию к росту в 2020-2022 годах, а доля процентов к оплате в 2024 году значительно увеличилась по сравнению с 2020 годом (на 0,6 процентных пункта).

Следует отметить, что эмиссионная деятельность коммерческих банков, связанная с акциями, играет важную роль в формировании их капитальной базы и обеспечении их платежеспособности. Динамика уставного капитала и дополнительного капитала коммерческих банков Республики Узбекистан проанализирована на рисунке 1.

Из данных рисунка 1 видно, что сумма уставного капитала коммерческих банков республики в 2020-2024 годах имела тенденцию роста (39010 млрд. сумов или в 1,8 раза). Сумма дополнительного капитала коммерческих банков имела тенденцию роста в 2020-2024 годах. Однако сумма дополнительного капитала в анализируемый период была очень малой по сравнению с уставным капиталом. Это свидетельствует о том, что инвестиционная привлекательность акций коммерческих банков республики не обеспечена (рис. 1).



Рис.1. Уставный капитал и дополнительный капитал коммерческих банков Республики Узбекистан, млрд. сум.⁴⁸

Анализ суммы простых и привилегированных акций АКБ

⁴⁷ Таблица составлена автором на основе данных финансовой отчетности АО «Туронбанк»

⁴⁸ Рисунок составлен автором на основе статистических данных Центрального банка Республики Узбекистан

«Туронбанк» за 2020-2024 годы представлен в таблице 5.

Таблица 5

Изменение суммы простых и привилегированных акций в Туронбанк⁴⁹, млрд сум

Акции / Годы	2020	2021	2022	2023	2024
Простые акции	876	1488	1488	1475	1475
Привилегированные акции	8	8	8	8	8

Из таблицы 5 видно, что сумма простых акций в Туронбанке не увеличилась за анализируемый период, а уменьшилась в 2023 году по сравнению с 2022 годом. Более того, сумма привилегированных акций за анализируемый период не изменилась.

Уставный капитал является стабильным источником ресурсов для коммерческих банков. До окончания финансового года акционер не может вернуть деньги, внесенные в уставный капитал банка. Поэтому уменьшение суммы уставного капитала является негативной ситуацией с точки зрения обеспечения стабильности деятельности банков. На основе данных, представленных на рисунке, оценим динамику удельного веса уставного капитала в общем объеме регулятивного капитала АКБ «Узпромстройбанк» и АКБ «Туронбанк». Анализ удельного веса уставного капитала в объеме регулятивного капитала АКБ «Узпромстройбанк» и АКБ «Туронбанк» представлен на рисунке 2.

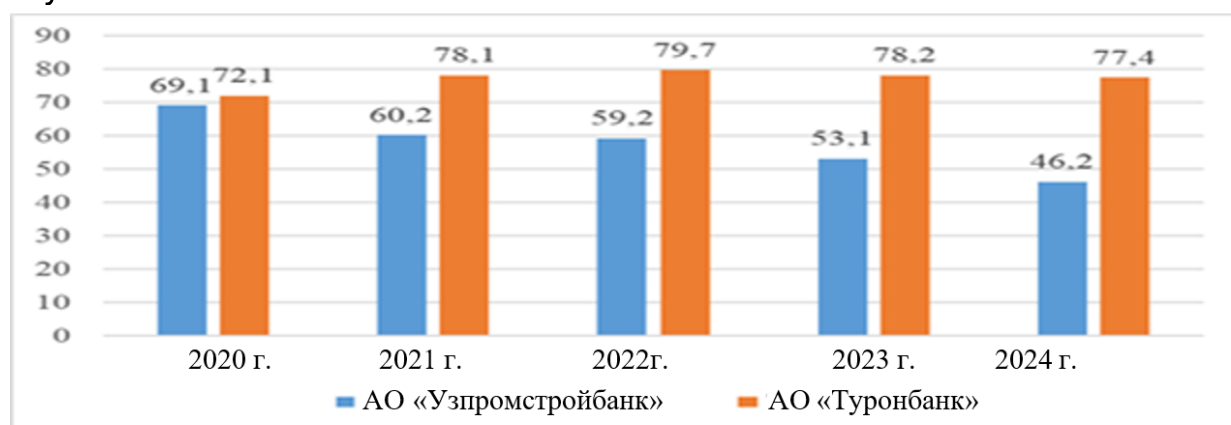


Рис.2. Удельный вес уставного капитала в объеме регулятивного капитала АО «Узпромстройбанк» и АО «Туронбанк», в процентах⁵⁰

Из рисунка 2 видно, что удельный вес уставного капитала в объеме регулятивного капитала АКБ «Узпромстройбанк» в 2020-2024 годах имел тенденцию к снижению. Это объясняется тем, что темпы роста регулятивного капитала в этот период были выше темпов роста уставного капитала. Удельный вес уставного капитала в объеме регулятивного капитала АКБ «Туронбанк» была высокой в 2020-2024 годах, но в 2024 году она значительно увеличилась по сравнению с

⁴⁹ Таблица составлена автором на основе данных финансовой отчетности АО «Туронбанк»

⁵⁰ Таблица составлена автором на основе данных финансовой отчетности АО «Узпромстройбанк» и АО «Туронбанк»

2020 годом. Это объясняется тем, что сумма уставного капитала в этот период имела высокие темпы роста.

Изменение суммы субординированных долговых обязательств в АО «Узпромстройбанк» за 2020-2024 годы представлено в таблице 6.

Таблица 6

Размер и уровень субординированных долговых обязательств в объеме обязательств в АО «Узпромстройбанк», млрд. сум⁵¹

Показатели	Годы				
	2020	2021	2022	2023	2024
Сумма субординированных долговых обязательств, млн. сум.	493	597	832	2209	2441
Уровень субординированного долга, %	1,2	1,2	1,5	3,4	3,1

Из данных таблицы 6 видно, что сумма субординированных долговых обязательств в АКБ «Узпромстройбанк» имела тенденцию к росту в 2020-2024 годах. В АКБ «Узпромстройбанк» уровень субординированной задолженности по отношению к совокупным обязательствам в 2021-2023 годах имел тенденцию к росту, однако в 2024 году он увеличился высокими темпами по сравнению с 2020 годом (с 1,2% до 3,1%). Это является положительным моментом с точки зрения укрепления ресурсной базы банка, так как субординарные долговые обязательства являются стабильным ресурсом. Одним из основных факторов, влияющих на эмиссионные операции коммерческих банков, является уровень развития фондового рынка страны.

В Стратегии развития Нового Узбекистана на 2022-2026 годы в качестве одного из приоритетных направлений устойчивого развития национальной экономики определены финансовые ресурсы в экономике страны путем увеличения оборота фондового рынка с 200 миллионов долларов США до 7 млрд. долл. США в ближайшие 5 лет⁵².

Таблица 7

Средняя процентная ставка по кредитам коммерческих банков Республики Узбекистан, выданным в национальной валюте, ставка рефинансирования Центрального банка и годовой уровень инфляции, в процентах⁵³

Показатели/год	2020	2021	2022	2023	2024
Процентная ставка по кредитам коммерческих банков в национальной валюте	22,3	20,8	21,9	23,1	23,8
Ставка рефинансирования Центрального банка	16,0	14,0	15,0	14,0	13,5
Годовой уровень инфляции	11,1	10,0	12,3	8,8	9,8

⁵¹ Таблица составлена автором на основе данных финансовой отчетности АО «Узпромстройбанк»

⁵² Указ Президента Республики Узбекистан УП-60 от 28 января 2022 года «О Стратегии развития Нового Узбекистана на 2022-2026 годы»

⁵³ Таблица составлена автором на основе официальных статистических данных Центрального банка Республики Узбекистан

Из данных таблицы 7 видно, что среднегодовая процентная ставка по кредитам, выданным коммерческими банками республики в национальной валюте, имела тенденцию к снижению в 2020-2022 годах, однако в 2024 году она значительно выросла по сравнению с 2020 годом. Ставка рефинансирования Центрального банка снизилась на 2,0 процентных пункта в 2021 году по сравнению с 2020 годом и на 0,5 процентных пункта в 2024 году по сравнению с 2023 годом. Годовой уровень инфляции в 2022 году увеличился на 2,3 процентных пункта по сравнению с 2021 годом, а в 2024 году - на 1,0 процентных пункта по сравнению с 2023 годом. Несмотря на то, что в Республике Узбекистан с 2020 года начался переход к режиму инфляционного таргетирования и целевой уровень инфляции был установлен на уровне 5 %, обеспечить достижение данного показателя не удалось.

Еще одним важным фактором, влияющим на развитие эмиссионных операций коммерческих банков нашей республики с ценными бумагами, является финансовая стабильность и ликвидность банков. Динамика структуры доходов АКБ «Туронбанк» за 2020-2024 годы проанализирована в таблице 8.

Таблица 8
Структура доходов АКБ «Туронбанк», в процентах⁵⁴

Показатели / год	2020	2021	2022	2023	2024
Процентные доходы	84,2	83,3	75,8	76,4	78,2
Беспроцентные доходы	15,8	16,7	24,2	23,6	21,8
Доходы - всего	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Из таблицы 8 видно, что в 2020-2024 годах процентные доходы занимали относительно высокий удельный вес в структуре валовых доходов АКБ «Туронбанк». Это является положительным моментом с точки зрения обеспечения финансовой устойчивости АКБ «Туронбанк». Это обусловлено тем, что процентные доходы формируются за счет основных направлений деятельности коммерческих банков. Доля процентных доходов в валовом доходе АКБ «Туронбанк» в 2024 году значительно снизилась по сравнению с 2020 годом, и эта ситуация объясняется значительным увеличением доли беспроцентных доходов в валовом доходе за этот период.

Одним из важных показателей, характеризующих финансовую устойчивость коммерческих банков, является показатель чистой процентной маржи (рис. 3).

⁵⁴ Таблица составлена автором на основе данных финансовой отчетности АО «Туронбанк»

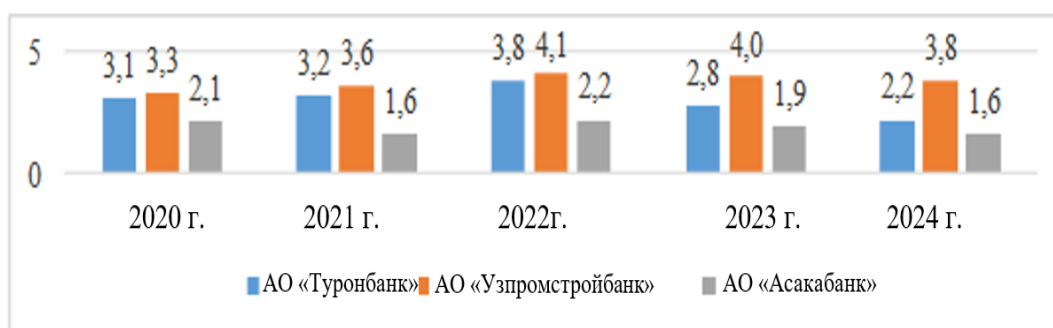


Рис.3. Уровень чистой процентной маржи в АО «Туронбанк», АО «Узпромстройбанк» и АО «Асакабанк», в процентах⁵⁵

Уровень чистой процентной маржи в АО «Туронбанк» имел тенденцию к росту в 2020-2022 годах, однако в 2022-2024 годах он снизился. Уровень чистой процентной маржи в АО «Узпромстройбанк» имел тенденцию к росту в 2020-2022 годах, но снизился в 2022-2024 годах. В то время как уровень чистой процентной маржи в АО «Асакабанк» был довольно низким в 2020-2024 годах, в 2024 году он значительно снизился по сравнению с 2020 годом.

В третьей главе диссертации «Пути развития эмиссионных операций с ценными бумагами коммерческих банков Узбекистана» выявлены актуальные проблемы, связанные с развитием эмиссионных операций банков страны, и разработаны научные предложения и практические рекомендации, направленные на их решение.

Анализы показали, что в республике в 2020-2024 годах уровень инфляции и темпы девальвации национальной валюты по отношению к иностранным валютам были довольно высокими. Под влиянием инфляции и девальвации снижается реальная стоимость инвестиций в ценные бумаги коммерческих банков, выпущенные в национальной валюте, и доходов, полученных от этих инвестиций. В результате этого снижается инвестиционная привлекательность ценных бумаг банков.

Согласно Стратегии развития Нового Узбекистана на 2022-2026 годы, годовой уровень инфляции в республике начиная с 2023 года не должен был превышать 5 процентов⁵⁶. Однако достичь этого целевого показателя не удастся. В частности, годовой уровень инфляции в нашей республике составил 8,8 процента в 2023 году и 9,8 процента в 2024 году.

Еще одной актуальной проблемой, связанной с развитием эмиссионных операций коммерческих банков с ценными бумагами в республике, является высокий удельный вес межбанковских кредитов в объеме обязательств коммерческих банков.

Анализы показали, что в 2020-2024 годах удельный вес

⁵⁵ Рисунок составлен автором на основе данных финансовой отчетности АО «Туронбанк», АО «Узпромстройбанк» и АО «Асакабанк»

⁵⁶ Указ Президента Республики Узбекистан УП-60 от 28 января 2022 года «О Стратегии развития Нового Узбекистана на 2022-2026 годы»

межбанковских кредитов в общем объеме обязательств АКБ «Узпромстройбанк» и АКБ «Туронбанк» была значительно выше. Это приводит к увеличению процентных расходов банков и препятствует развитию эмиссионных операций с ценными бумагами. В международной практике применяются 3 варианта определения размера дивидендов:

1. Постоянное отношение дивидендов к чистой прибыли

$$D/E = \text{const}$$

2. Постоянное отношение величины дивиденда на одну акцию к текущей рыночной цене акции

$$D/P = \text{const}$$

3. Постоянная сумма дивиденда на одну акцию

$$D/Sh = \text{const}$$

Согласно остаточному принципу выплаты дивидендов, дивиденды выплачиваются из чистой прибыли текущего года, то есть после осуществления всех выплат. При применении остаточного принципа выплаты дивидендов для банков не возникает необходимости определения размера дивидендов.

Одним из важных вопросов дивидендной политики банков является вопрос выплаты дивидендов на некумулятивные привилегированные акции. Некумулятивные привилегированные акции дают право на получение дохода как в виде процентов, так и в виде дивидендов. В связи с этим размещение некумулятивных привилегированных акций на открытых торгах может вызвать серьезное недовольство со стороны акционеров банка (таблица 9).

Таблица 9

Изменение объема активов и чистой прибыли АКБ «Туронбанк», млрд. сум⁵⁷

Показатели / год	2020	2021	2022	2023	2024
Брутто активы	8714	11009	12878	15938	17585
Чистая прибыль	115	101	52	57	23

Из данных таблицы 9 ясно видно, что объем валовых активов АКБ «Туронбанк» имел тенденцию к росту в 2020-2024 годах. Однако в этот период размер чистой прибыли банка был нестабильным. Более того, размер чистой прибыли в 2024 году резко сократился по сравнению с 2020 годом. Эти обстоятельства свидетельствуют о том, что не обеспечен баланс между темпами роста валовых активов и темпами роста чистой прибыли АКБ «Туронбанк».

Еще одной актуальной проблемой развития эмиссионных операций коммерческих банков страны с ценными бумагами является проблема обеспечения эффективности трансформации привлеченных средств в

⁵⁷ Рисунок составлен автором на основе данных финансовой отчетности АО «Туронбанк»

активы. Эта проблема проявляется в высокой процентной ставке по кредитам и депозитам банков, высокой доле проблемных кредитов в объеме брутто-кредитов, высоком уровне резервных отчислений, предназначенных для покрытия убытков по кредитам, и низкой доле инвестиций в ценные бумаги в объеме брутто-активов.

Следует признать, что обеспечение инвестиционной привлекательности депозитных и сберегательных сертификатов в странах с проблемой инфляции, в том числе в Узбекистане, является сложной задачей. Потому что высокий уровень инфляции не позволяет коммерческим банкам учитывать уровень инфляции при выплате процентов по депозитным и сберегательным сертификатам.

Особенности обращения депозитных и сберегательных сертификатов заключаются, во-первых, в том, что они могут быть куплены или проданы в любое время периода обращения; во-вторых, коммерческие банки могут использовать депозитные и сберегательные сертификаты для управления ликвидностью (путем покупки и продажи сертификатов разных сроков, разных сумм).

Действительно, в развитых странах депозитные и сберегательные сертификаты являются важными инструментами управления ликвидностью коммерческих банков. Известный экономист из США Дж. Синки пишет: «В современных условиях, когда развит вторичный рынок ценных бумаг и широко применяется теория ожидаемого дохода, для обеспечения ликвидности коммерческих банков широко используются продажа их активов, таких как федеральные фонды, депозитные сертификаты и сделки РЕПО»⁵⁸.

Эмиссия субординированных долговых обязательств в процессе развития эмиссионных операций коммерческих банков с ценными бумагами является одним из ключевых инструментов повышения уровня капитализации банков и укрепления их долгосрочной ресурсной базы.

Анализы показали, что в структуре обязательств коммерческих банков республики доля выпущенных ценных бумаг и субординированных займов остается низкой. Несмотря на увеличение доли выпущенных ценных бумаг с 3,1 % до 4,4 % в 2020–2024 годах, удельный вес субординированных займов сохранялся в пределах 1,3–1,7 %. Это свидетельствует о недостаточном использовании коммерческими банками возможностей диверсификации ресурсной базы за счет привлечения средств посредством выпуска ценных бумаг.

В связи с этим в целях укрепления уровня капитализации и долгосрочной ресурсной базы коммерческих банков предложено выпустить в обращение субординированные долговые обязательства в виде долгосрочных облигаций, освободить от налогообложения

⁵⁸ Синки Дж. Финансовый менеджмент в коммерческом банке и в индустрии финансовых услуг. Пер. с англ. – М.: Алпина Паблишер, 2017. – С. 648.

процентные доходы инвесторов по ним и направить привлеченные средства на финансирование инвестиционных проектов с высокой экономической и финансовой эффективностью.

Реализация данного предложения позволит повысить уровень чистой доходности субординированных долговых обязательств для инвесторов, а для банков - сформировать устойчивый источник долгосрочных финансовых ресурсов. В то же время, использование данного инструмента будет способствовать снижению зависимости банков от депозитов и межбанковских кредитов, сокращению несоответствия между сроками активов и пассивов, а также расширению возможностей банков по финансированию долгосрочных инвестиционных проектов.

В 2020-2024 годах в республике не наблюдалось количественной пропорциональности между изменением доли инвестиций в ценные бумаги в общем объеме активов коммерческих банков и изменением доли ценных бумаг, выпущенных банками, в общем объеме их обязательств.

Из рисунка 4 видно, что в 2020-2024 годах процентные расходы занимали относительно высокий удельный вес в общем объеме расходов АКБ «Туронбанк». Более того, доля процентных расходов в общих расходах в 2024 году значительно увеличилась по сравнению с 2020 годом.



Рис.4. Структура расходов АО «Туронбанк», в % к общему объему⁵⁹

Как видно из рисунка 4, в 2020-2024 годах в общем объеме расходов АО «Туронбанк» относительно небольшую долю занимали беспроцентные расходы.

За анализируемый период в общем объеме расходов АО «Туронбанк» относительно высокий удельный вес занимали операционные расходы. Однако доля операционных расходов в общих расходах в 2024 году значительно снизилась по сравнению с 2020

⁵⁹ Рисунок составлен автором на основе данных финансовой отчетности АО «Туронбанк»

ГОДОМ.

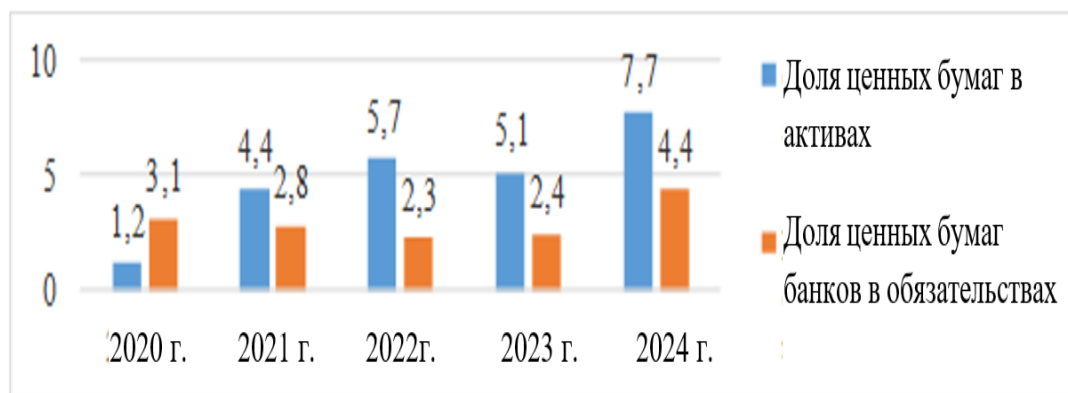


Рис.5. Доля ценных бумаг в объеме активов Республики Узбекистан и доля ценных бумаг, выпущенных банками, в объеме обязательств, в %
60

Из данных рисунка 5 видно, что в 2020-2024 годах между изменением доли инвестиций в ценные бумаги в общем объеме активов коммерческих банков республики и изменением доли ценных бумаг, выпущенных банками в обращение, в объеме обязательств не было количественной пропорциональности.

Разработаны следующие научные предложения и практические рекомендации, направленные на решение актуальных проблем, связанных с развитием эмиссионных операций с ценными бумагами коммерческих банков страны:

1. Для повышения уровня капитализации банка за счет уставного капитала путем обеспечения инвестиционной привлекательности акций, во-первых, необходимо обеспечить нормативный уровень рентабельности регулятивного капитала; во-вторых, необходимо достичь высокого и устойчивого уровня удельного веса уставного капитала и дополнительного капитала в объеме регулятивного капитала; в-третьих, необходимо повысить инвестиционную привлекательность простых акций коммерческих банков для инвесторов путем использования варианта постоянного соотношения дивидендов к чистой прибыли; в-четвертых, необходимо обеспечить пропорциональность между изменениями валовых активов и чистой прибыли.

2. Для снижения уровня процентных расходов по сделкам REPO по отношению к процентным доходам путем оптимизации структуры эмиссионного портфеля коммерческих банков, во-первых, необходимо оценить эффективность сделок REPO операционно-стоимостным методом; во-вторых, необходимо диверсифицировать эмиссионный портфель банка по видам, срокам и валютной структуре выпускаемых

⁶⁰ Рисунок составлен автором на основе статистических данных Центрального банка Республики Узбекистан

ценных бумаг; в-третьих, необходимо обеспечить сбалансированность между темпами роста процентных доходов и темпами роста процентных расходов.

3. Для обеспечения количественного баланса между эмиссией ценных бумаг банков и инвестициями в ценные бумаги необходимо, во-первых, обеспечить стабильный уровень удельного веса инвестиций в ценные бумаги в объеме валовых активов; во-вторых, необходимо достичь стабильного уровня удельного веса денежных средств, полученных от продажи ценных бумаг банка, в объеме обязательств; в-третьих, необходимо обеспечить количественный баланс между темпами роста эмиссии ценных бумаг и темпами роста инвестиций в ценные бумаги.

4. Для повышения уровня капитализации коммерческих банков путем совершенствования управления банковскими акциями и приравненными к ним инструментами необходимо увеличить объем капитала первого уровня путем увеличения объема инвестиций в дочерние компании, увеличить удельный вес основного капитала в объеме регулятивного капитала путем обеспечения инвестиционной привлекательности простых и привилегированных акций, повысить уровень достаточности регулятивного капитала путем обеспечения количественной пропорциональности между темпами роста регулятивного капитала и темпами роста активов, подверженных риску.

5. Для повышения уровня капитализации и укрепления ресурсной базы коммерческих банков путем выпуска в обращение субординированных долговых обязательств необходимо обеспечить необлагаемость налогообложения процентных доходов инвесторов, полученных от субординированных долговых обязательств в виде долгосрочных облигаций банков, достижение нормативного уровня чистой процентной маржи (4,5%) для обеспечения своевременной и полной выплаты банками субординированных долговых обязательств, учет средней процентной ставки депозитов и ожидаемого уровня инфляции при определении процентной ставки субординированных долговых обязательств, направление денежных средств, полученных от продажи субординированных долговых обязательств, на финансирование долгосрочных инвестиционных проектов с высокой экономической и финансовой эффективностью.

6. Для развития эмиссионных операций банков с депозитными и сберегательными сертификатами, во-первых, при определении уровня доходности этих сертификатов необходимо учитывать ожидаемый уровень инфляции и высокий риск; во-вторых, депозитные и сберегательные сертификаты коммерческих банков следует превратить в объект операций Центрального банка на открытом рынке; в-третьих, инвестиции коммерческих банков в депозитные и сберегательные сертификаты других коммерческих банков следует

признавать высоколиквидными активами при расчете коэффициента нормы покрытия ликвидности.

7. Коммерческим банкам с высоким суверенным кредитным рейтингом следует разрешить выпуск “зеленых” облигаций с условием двойного регресса на основании законодательных актов.

В целях формирования эмпирической базы исследования и определения факторов, определяющих эмиссионную активность банков, была сформирована выборка (sample) из 34 коммерческих банков Республики Узбекистан. На основе данных финансовой отчетности за 2024–2025 годы были рассчитаны следующие две основные деривативные (производные) переменные для математического моделирования уровня дефицита ресурсов и зависимости банков от фондового рынка.

В качестве начального этапа процесса эконометрического моделирования был проведен дескриптивный статистический анализ показателей деятельности 34 коммерческих банков в 2024-2025 годах (всего 68 объектов-наблюдений). Данный анализ позволил количественно оценить структурные проблемы в банковской системе путем определения средних значений, вариации и закономерностей распределения переменных (таблица 10).

Таблица 10

Результаты регрессионного анализа факторов, влияющих на эмиссионные потребности банков (Dependent variable: LDR)

LDR	Coef.	St.Err.	t-value	p-value	[95% Conf	Interval]	Sig
Liquidity_Gap	.781	.104	7.49	0	.573	.989	***
public	.967	.583	1.66	.102	-.197	2.132	
Constant	.159	.366	0.43	.666	-.572	.89	
Mean dependent var		1.840	SD dependent var			2.818	
R-squared		0.464	Number of obs			68	
F-test		28.173	Prob > F			0.000	
Akaike crit. (AIC)		296.411	Bayesian crit. (BIC)			303.069	

*** $p < .01$, ** $p < .05$, * $p < .1$

На заключительном этапе исследования были проанализированы результаты многофакторной регрессионной модели, построенной с целью определения взаимосвязи между потребностью банков в ресурсах (LDR) и ее структурными детерминантами. Полученные результаты позволяют эмпирически подтвердить выдвинутые научные гипотезы (таблица 7).

$$\widehat{LDR}_{it} = 0.159 + 0.781LiquidityGap_{it} + 0.967Public_{it} + u_{it}$$

По результатам регрессионного анализа было установлено, что коэффициент переменной Liquidity_Gap равен 0,781 и имеет статистически очень высокий уровень значимости ($p < 0,01$). Данный количественный показатель свидетельствует о том, что увеличение уровня дисбаланса активов и пассивов банков на одну единицу приводит в среднем к росту их потребности в долгосрочных ресурсах и,

соответственно, в осуществлении эмиссионных операций на 78,1 %. Прогнозные свойства и надежность модели. Высокий коэффициент детерминации модели ($R^2 = 0.464$) и результаты F-теста ($\text{Prob} > F = 0.000$) подтверждают качество выбранной эконометрической модели. Уровень точности 46,4 процента является очень высоким показателем в условиях межбанковской конкуренции и большого количества макроэкономических переменных, что позволяет прогнозировать изменения ресурсной структуры банков.

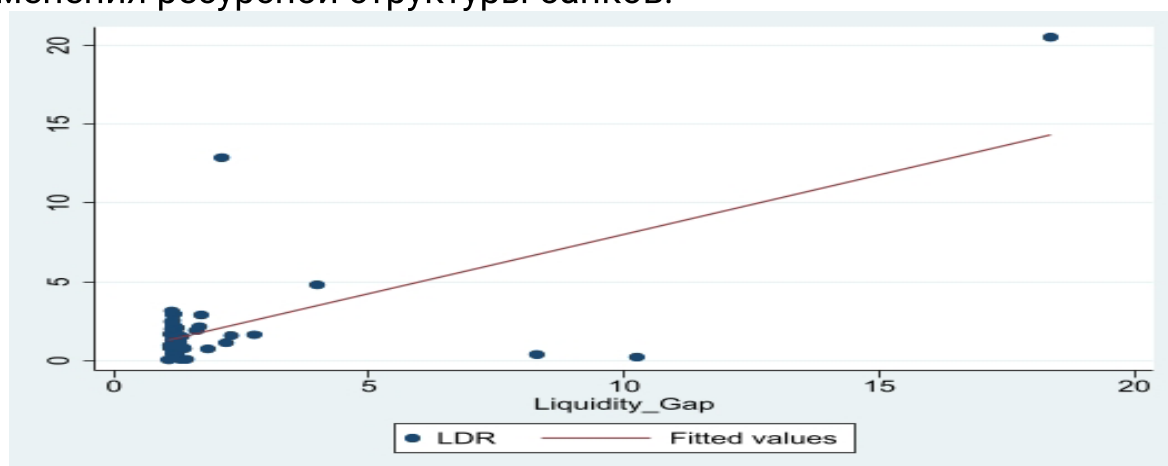


Рис.3. Диаграмма распределения взаимосвязи между показателями Liquidity_Gap и LDR ⁶¹

С целью визуализации результатов эконометрической модели и подтверждения логической последовательности между переменными были построены диаграмма распределения (Scatter plot) и линия регрессии (Fitted line) коэффициентов LDR (давление фондирования) и Liquidity_Gap (структурный дисбаланс) (рис. 3). Анализ данного графика позволил сделать следующие важные научные выводы: восходящая линия регрессии красного цвета на графике указывает на наличие прямой положительной корреляции между Liquidity_Gap и LDR; кластеризация данных и системный характер: основная часть наблюдений (синие точки) плотно расположена в левом нижнем углу графика, что означает, что состояние ликвидности в большинстве банков банковской системы Узбекистана находится в определенном общем диапазоне. Отдельного внимания заслуживают некоторые точки, расположенные в правом верхнем углу графика и находящиеся за пределами основного кластера.

⁶¹ Разработано автором

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В ходе проведения диссертационного исследования по вопросам эмиссионных операций коммерческих банков с ценными бумагами и направлений их развития были сформулированы следующие выводы:

1. Исследование научно-теоретических основ эмиссионных операций банков с ценными бумагами показало, что:

- формирование оптимального портфеля ценных бумаг в условиях динамичного изменения конъюнктуры фондового рынка не всегда является достаточным. В этих условиях коммерческому банку необходимо сформировать усовершенствованную стратегию формирования портфеля ценных бумаг;

- сертификаты, находящиеся в обращении, являются важным инструментом управления пассивами коммерческих банков; денежные средства, полученные от продажи ценных бумаг коммерческого банка, являются устойчивым пассивом; использование производных инструментов - форвардов, фьючерсов, опционов и свопов позволило коммерческим банкам значительно расширить сферу деятельности; ценные бумаги, предлагаемые банками в качестве корпоративных ценных бумаг, играют важную роль в формировании ресурсной базы коммерческих банков и обеспечении их платежеспособности;

- согласно требованиям стандарта Базель-I, некумулятивные привилегированные акции банков должны отвечать следующим шести требованиям: некумулятивные привилегированные акции позволяют получать доход в виде процентов и дивидендов; владелец некумулятивной привилегированной акции не имеет права голоса; у этого типа акций нет срока; эти акции могут быть выкуплены банком по его усмотрению; дивиденды по этим акциям могут не выплачиваться по решению акционеров; невыплаченные дивиденды по этим акциям "сгорают";

- важными условиями дальнейшей активизации банков на рынке ценных бумаг являются: стабильное состояние банков; доходность операций, позволяющая банкам привлекать значительные финансовые ресурсы для освоения новых банковских услуг;

- еще одним важным условием развития эмиссионных операций коммерческих банков с ценными бумагами является совершенствование системы регулирования эмиссионных операций банков;

- в англосаксонской модели регулирования деятельности коммерческих банков коммерческие банки подразделяются на инвестиционные и универсальные коммерческие банки. При этом инвестиционным банкам не предоставляется право привлекать депозиты, они привлекают ресурсы путем эмиссии ценных бумаг;

2. Результаты изучения и обобщения передового зарубежного опыта развития эмиссионных операций банков с ценными бумагами

показали, что:

- сумма денежных средств, полученных от продажи собственных ценных бумаг, выпущенных банком "Bank of Tokyo-Mitsubishi", имела тенденцию к росту в 2021-2024 годах. Более того, сумма денежных средств, полученных от продажи ценных бумаг банка, в 2024 году выросла более высокими темпами, чем в 2020 году. Кроме того, доля денежных средств, полученных от продажи собственных ценных бумаг, выпущенных банком в обращение, в объеме пассивов имеет тенденцию к росту в 2020-2024 годах, и уровень этого показателя в 2024 году увеличился более высокими темпами, чем в 2020 году;

- Сумма денежных средств, полученных от продажи ценных бумаг, выпущенных Deutsche Bank, имела тенденцию к снижению в 2021-2023 годах. Это объясняется тем, что в этот период количество депозитов имело тенденцию к росту;

- удельный вес денежных средств, полученных от продажи ценных бумаг, выпущенных Deutsche Bank, в общем объеме пассивов в 2020-2023 годах имел тенденцию к снижению. Это объясняется тем, что в этот период удельный вес депозитов в общем объеме пассивов имел тенденцию к увеличению;

- в то время как объем собственных ценных бумаг, выпущенных в обращение банком BNP Paribas, имел тенденцию к росту в 2020-2024 годах, доля денежных средств, полученных от продажи этих ценных бумаг, в общем объеме пассивов имела тенденцию к росту в 2020-2024 годах;

- размер процентных расходов Deutsche Bank имел тенденцию к росту в 2021-2024 годах. Более того, объем процентных расходов в 2024 году вырос быстрее, чем в 2020 году;

- объем процентных расходов по ценным бумагам, выпущенным в обращение Deutsche Bank, имел тенденцию к росту в 2021-2024 годах, но в 2024 году вырос более высокими темпами, чем в 2020 году;

- размер процентных расходов по ценным бумагам, выпущенным в обращение банком Barclays, имел тенденцию к снижению в 2020-2022 годах, а в 2022-2024 годах - к росту;

3. Анализ структуры и динамики эмиссионных операций коммерческих банков республики с ценными бумагами показал, что:

- в структуре активов коммерческих банков республики в 2020-2024 годах относительно высокий удельный вес занимали депозиты и кредиты, привлеченные из иностранных банков, при этом денежные средства, полученные от продажи ценных бумаг банков, занимали относительно небольшой удельный вес;

- в структуре обязательств АО «Узпромстройбанк» в 2020-2024 годах относительно высокий удельный вес занимали кредиты и депозиты, полученные от иностранных банков;

- в структуре обязательств АО «Узпромстройбанк» в 2020-2024

годах денежные средства, полученные от продажи ценных бумаг банка, занимали относительно небольшой удельный вес, однако в анализируемый период имели тенденцию к росту;

- доля депозитов в структуре обязательств АО «Узпромстройбанк» в 2020-2024 годах значительно снизилась в 2024 году по сравнению с 2020 годом. Это снижение объясняется значительным увеличением доли межбанковских кредитов и выпущенных ценных бумаг в структуре обязательств за этот период;

- за анализируемый период АО «Туронбанк» не выпускал в обращение долговые ценные бумаги.

4. Основными факторами, влияющими на эмиссионные операции банков, являются:

- уровень развития или неразвитости фондового рынка страны;
- относительно высокая ставка рефинансирования Центрального банка страны;

- высокий годовой уровень инфляции в республике в 2020-2024 годах;

- относительно высокие темпы обесценения национальной валюты по отношению к иностранным валютам;

- финансовая устойчивость и ликвидность банков;
- развитость рынка государственных ценных бумаг.

**SCIENTIFIC COUNCIL DSc.03/2025.27.12.I.01.10 ON AWARDING
ACADEMIC DEGREES AT THE NATIONAL UNIVERSITY OF UZBEKISTAN
NAMED AFTER MIRZO ULUGBEK**

KIMYO TASHKENT INTERNATIONAL UNIVERSITY

GAYBULLAEVA ZIOLA RAHMATULLO QIZI

**WAYS OF DEVELOPMENT OF ISSUING OPERATIONS OF BANKS
WITH SECURITIES**

08.00.07 – Finance, money circulation and credit

ABSTRACT

Doctor of Philosophy (PhD) dissertations in economic sciences

Tashkent – 2026

The topic of the dissertation of the Doctor of Philosophy (PhD) in economic sciences is registered by the Supreme Attestation Commission under the Academy of Science of the Republic of Uzbekistan under registration number NoB2024.4.PhD/Iqt4709.

The dissertation was written at Kimyo International University in Tashkent.

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

Supervisor:	Bobakulov Tulkin Ibodullaevich Doctor of Economics, Professor
Official opponents:	Berdiyarov Bakhriddin Tavasharovich Doctor of Economics, Professor Khanaliev Botir Bakhtiyorovich PhD in Economics
Lead organization:	Banking and Finance Academy of the Republic of Uzbekistan

The defense of the dissertation will take place on "__" _____2026 at __:__ h. at the meeting of the Scientific Council DSc.03/2025.27.12.I.01.10 on awarding academic degrees at the National University of Uzbekistan named after Mirzo Ulugbek. Address: 100174, Tashkent, Universitet Street, 4.

Tel.: (99891)246-08-62; (99871) 227-10-59; fax:(99871) 246-65-24; e-mail: rector@nuu.uz

The dissertation is available at the Information Resource Center of the National University of Uzbekistan named after Mirzo Ulugbek (registration number No____). Address: 100174, Tashkent, Universitet str., 4. Tel.: (99891)246-08-62; (99871) 227-10-59; Fax: (99871) 246-65-24; e-mail: rector@nuu.to

The abstract of the dissertation was sent to ____ _____ 2026.

(Register of Mailing Protocol No ____ from ____ _____ 2026).

A.T.Umarov
Chairman of the Scientific Council for Awarding Academic Degrees, Doctor of Economic Sciences, Associate Professor

K.K. Mambetjanov
Scientific Secretary of the Scientific Council for Awarding Academic Degrees, Doctor of Economic Sciences, Professor

B.T. Berdiyarov
Chair of the Scientific Seminar under the

Academic Council granting scientific
degrees, Doctor of Economics,
Professor

INTRODUCTION (Doctoral Dissertation (PhD) Abstract)

The aim of the research work is the development of scientific proposals and practical recommendations aimed at the development of issuance operations of commercial banks of Uzbekistan with securities.

The research objectives are as following:

study of scientific and theoretical views on the development of issuance operations of commercial banks with securities and assessment of their practical significance;

study of the advanced foreign experience in the development of issuance operations of commercial banks with securities and substantiation of the possibility of its use in the practice of Uzbekistan;

analysis of the current state of issuance operations of commercial banks of Uzbekistan with securities and identification of existing trends;

identification of urgent problems related to the development of issuance operations of commercial banks with securities;

development of scientific proposals and practical recommendations aimed at the development of issuance operations of commercial banks of the country with securities.

The objects of the study are commercial banks of Uzbekistan, in particular, Uzpromstroybank JSC, Asakabank JSC, Turonbank JSC and the National Bank of the Republic of Uzbekistan.

The subject of the research are financial relations arising in the process of issuing operations of commercial banks.

Research methods. In the course of the study, the methods of system analysis, generalization, abstract logical thinking, as well as statistical and econometric methods were used.

The scientific novelty of the study is as follows:

it was proposed to ensure the return on regulatory capital at the level of $ROE = 15\%$ while strengthening the bank's capitalization by increasing the investment attractiveness of commercial banks' shares, to optimize the ratio between the authorized capital and additional capital, as well as to use the $D/E = \text{const}$ approach in the dividend policy;

it is proposed to diversify the issue portfolio of banks while reducing the level of interest expenses in relation to interest income in banks, to assess the effectiveness of REPO transactions using the operational-cost method and to ensure a balance between the growth rates of interest income and interest expenses;

The expediency of increasing the share of funds received from the issue and placement of bank securities in the structure of liabilities by 0.3 percentage points by increasing the share of investments in securities in the gross assets by 1.9 percentage points in order to ensure a quantitative balance of issuance and investment operations of commercial banks with securities is substantiated;

In order to strengthen the level of capitalization and long-term resource

base of commercial banks, it is proposed to issue subordinated debt obligations, exempt from taxation of interest income of investors on them and direct the attracted funds to long-term investment projects.

Implementation of research results. On the basis of the scientific results obtained on the development of banks' issuance operations with securities:

a proposal to ensure the return on regulatory capital at ROE=15% while strengthening the bank's capitalization by increasing the investment attractiveness of commercial banks' shares, optimizing the ratio between the authorized capital and additional capital, as well as using the D/E=const approach in the dividend policy implemented in the practice of JSCB "Turonbank" (Reference JSCB "Turonbank" No31/04-681 dated October 20, 2025). The implementation of the proposed innovation, aimed at increasing the investment attractiveness of shares and increasing the authorized capital, ensured an increase in the regulatory capital of JSCB Turonbank by 1.1 percentage points in 2024 compared to 2023;

a proposal to diversify the issue portfolio of banks while reducing the level of interest expenses in relation to interest income in banks, assessing the effectiveness of REPO transactions using the operational-cost method and ensuring a balance between the growth rates of interest income and interest expenses implemented in the practice of JSCB "Turonbank" (Reference JSCB "Turonbank" No31/04-681 dated October 20, 2025). As a result of the implementation of a proposal to reduce the level of interest expenses on REPO transactions in relation to interest income by optimizing the structure of the bank's issue portfolio, the level of interest expenses on REPO transactions in relation to interest income in Turonbank in 2024 decreased by 1.2 percentage points compared to 2023;

Proposal to increase the share of funds received from the issue and placement of bank securities in the structure of liabilities by 0.3 percentage points by increasing the share of investments in securities in the gross assets by 1.9 percentage points in order to ensure a quantitative balance of issuance and investment operations of commercial banks with securities implemented in the practice of JSCB "Turonbank" (Reference JSCB "Turonbank" No31/04-681 dated October 20, 2025). As a result of the introduction of scientific novelty and the introduction into practice of a proposal to ensure quantitative proportionality between the issue of bank securities and investments in securities, the share of investments in securities in the volume of assets of JSCB Turonbank in 2024 increased by 1.9 percentage points compared to 2023, and the share of funds received from the sale of bank shares, in the volume of liabilities increased by 0.3 percentage points;

Proposal to issue subordinated debt obligations in order to strengthen the level of capitalization and long-term resource base of commercial banks, exemption from taxation of interest income of investors on them and use of funds raised for long-term investment projects implemented in the practice of

JSCB "Turonbank" (Reference JSCB "Turonbank" No31/04-681 dated October 20, 2025). As a result of the implementation of the proposal to increase the level of capitalization of commercial banks by improving the management of shares and equivalent funds of JSCB Turonbank, the share of the authorized capital in the volume of the regulatory capital of JSCB Turonbank increased by 0.9 percentage points.

Approbation of research results. The main results of the thesis were tested at 5 international and 2 republican scientific and practical conferences.

Publication of research results. 16 scientific papers were published on the topic of the dissertation, including 8 articles in scientific journals recommended by the Higher Attestation Commission of the Republic of Uzbekistan for the publication of the main results of doctoral dissertations, including: 6 in republican and 2 in foreign journals.

Structure and scope of the dissertation. The thesis consists of an introduction, three chapters, a conclusion and a list of references. The volume of the thesis is 137 pages.

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

I bo'lim (I часть; part I)

1. G'aybullayeva Z.R. Bankruptcy of Securities Begins With the Implementation of Additional Issuance Operations in Developing Countries // Academic Journal of Digital Economics and Stability. Volume 38, Issue 1 January-2025. – P. 212-217. (OAK Rayosatining 2024 yil 28 maydagi 360-son qarori)

<https://journal.academicjournal.online/index.php/economics/article/view/337/316>

2. G'aybullayeva Z.R. Mamlakatimizda markaziy bank monetar siyosatini amalga oshirishning amaliy holati // "Yashil iqtisodiyot va taraqqiyot" Ilmiy elektron jurnali. 2023-yil, avgust. № 8-son. – B. 43-47. (OAK Rayosatining 2023 yil 1-apreldagi 336/3-son qarori).

<https://www.yashil-iqtisodiyot-taraqqiyot.uz/journal/index.php/GED/article/view/1239>

3. G'aybullayeva Z.R. Valyuta operatsiyalari risklarini kamaytirish masalalari // "Moliyaviy texnologiyalar" Ilmiy elektron jurnali. ISSN 2181-3965 2024 y № 4. – B. 441-448. (OAK Rayosatining 2023 yil 03 iyuldagi 364-son qarori).

["Moliyaviy texnologiyalar" ilmiy elektron jurnalining 2024 yil IV soni - "Moliyaviy texnologiyalar" ilmiy elektron jurnali](#)

4. G'aybullayeva Z.R. Xorij tajribasida qimmatli qog'ozlar bilan amalga oshiriladigan emission operatsiyalarini holati // «Science and education in Agriculture» № 9, 2024 September Volume 9 Issue 9. – B. 296-302 (OAK Rayosatining 2023 yil 23 dekabrda 347/5-son qarori).

<https://seajournal.uz/issues/3e17b50f-a6b7-4641-8a59-45d670a1e1c1>

5. G'aybullayeva Z.R. Tijorat banklarida qimmatli qog'ozlarning o'rni // "Yangi O'zbekiston iqtisodiyoti" jurnali. – Toshkent, 2025. – № 2. – B. 91-95. (OAK rayosatining 2023 yil 04 iyuldagi 340/5-son qarori).

<https://journals.nuu.uz/index.php/economyuzb/issue/view/201/688>

6. G'aybullayeva Z.R. Markaziy bankning kurs siyosatini eksportni rag'batlantirishdagi rolini oshirish imkoniyatlari // Raqamli iqtisodiyot sharoitida kapital bozorini rivojlantirish va boshqarish: muammolar va zamonaviy yechimlar. Xalqaro ilmiy-amaliy konferensiya materiallari – Toshkent: Biznes va tadbirkorlik oliy maktabi, 2024-yil 2-fevral. – B. 414-416.

z7JTh9esjGe9urlx3wn4ittd8DZOiNTPiMihnWtO.pdf

7. G'aybullayeva Z.R. Tijorat banklarining emission operatsiyalarini rivojlantirishning ilmiy-nazariy asoslari // Tadbirkorlikni barqaror rivojlanishida innovatsiyalar va investitsiyalarning roli. Respublika ilmiy-amaliy konferensiya materiallari – Toshkent: Biznes va tadbirkorlik oliy maktabi, 2024-yil 18-

dekabr. – B. 709-711. <https://doi.org/10.5281/zenodo.22702204>

8. G'aybullayeva Z.R. Tijorat banklarining emission operatsiyalarini rivojlantirishning dolzarb muammolari // Tadbirkorlikni barqaror rivojlanishida innovatsiyalar va investitsiyalarning roli. Respublika ilmiy-amaliy konferensiya materiallari – Toshkent: Biznes va tadbirkorlik oliy maktabi, 2024-yil 18-dekabr. – B. 711-712. <https://doi.org/10.5281/zenodo.22702354>

9. G'aybullayeva Z.R. Xalqaro kapital bozori va uning rivojlanish xususiyatlari // Moliya-kredit tizimini strategik rivojlantirishning muammolari va ustuvor yo'nalishlari mavzusidagi xalqaro ilmiy-amaliy konferensiyasi 2024-yil 25-aprel. – B. 234-235. <https://doi.org/10.5281/zenodo.22702538>

10. G'aybullayeva Z.R. Credit interest rates that are harming the population // "Barqaror iqtisodiy rivojlanish va "O'zbekiston – 2030" strategiyasining ustuvor yo'nalishlari" mavzusidagi V-Xalqaro Iqtisodchilar Forumi materiallari to'plami. – T.: «Innovatson rivojlanish nashriyot-matbaa uyi», 2025. – 431-434 bet. <https://doi.org/10.5281/zenodo.22702871>

II bo'lim (II chast; part II)

11. G'aybullayeva Z.R. Markaziy bankning kurs siyosatini takomillashtirish imkoniyatlari // "Yangi O'zbekiston iqtisodiyoti" jurnali. – Toshkent, 2024. – № 3. – B. 189-194. (OAK Rayosatining 2023 yil 04 iyuldagi 340/5-son qarori). <https://journals.nuu.uz/index.php/economyuzb/issue/view/269/765>

12. G'aybullayeva Z.R. Exchange Policy of the Central Bank of Uzbekistan // European Journal of Business Startups and Open Society | ISSN: 2795-9228. Vol. 4 No. 4 (Apr – 2024): EJBSOS. – P. 155-158. <https://inovatus.es/index.php/ejbsos/article/view/2963>

13. G'aybullayeva Z.R. O'zbekistonda markaziy bankning kurs siyosatini eksportini rag'batlantirishdagi roli // "Siyosatshunoslik, huquq va xalqaro munosabatlar" jurnali. – Toshkent, JILD:03 NASHR:04 2024-yil – B. 104-107. <https://scienceboxuz.uz/index.php/siyosatshunoslik/article/view/10374>

14. G'aybullayeva Z.R. Modern Tendencies of the Development of International Financial Markets // American Journal of Business Practice Vol.1, No.10 (Dec, 2024). – P. 276-279. <https://semantjournals.org/index.php/AJBP/article/view/787>

15. G'aybullayeva Z.R. Improvement of the Mechanisms of Effective Use of Investments in Small Business Activities // American Journal of Business Practice Vol.1, No.10 (Dec, 2024). – P. 280-286. <https://semantjournals.org/index.php/AJBP/article/view/788>

16. G'aybullayeva Z.R. Yashil moliyalashtirish ko'lamini kengaytirish imkoniyatlari // Yashil iqtisodiyot: xalqaro tajribalar, muammo va yechimlar. Xalqaro ilmiy-amaliy konferensiyasi materiallari. - Termiz, 2025. – B. 19-22. <https://doi.org/10.5281/zenodo.22703553>