

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

ТОШКЕНТ ДАВЛАТ ИҚТИСОДИЁТ УНИВЕРСИТЕТИ

ХУДОЙҚУЛОВ ХУРШИД ХУРРАМОВИЧ

**ФОНД БОЗОРИ АКТИВЛАРИНИ БАҲОЛАШ МЕХАНИЗМИНИ
ТАКОМИЛЛАШТИРИШ**

08.00.07 – Молия, пул муомаласи ва кредит

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

Тошкент – 2018

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

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

**Content of Dissertation Abstract of the Doctor of Philosophy
(PhD) on Economical Sciences**

| | |
|---|----|
| Худойкулов Хуршид Хуррамович Фонд бозори активларини баҳолаш механизмини такомиллаштириш | 3 |
| Худойкулов Хуршид Хуррамович Совершенствование механизма оценки активов на фондовом рынке | 25 |
| Худойкулов Хуршид Хуррамович Improvement of the mechanism of assets pricing of the stock market | 47 |
| Эълон қилинган ишлар рўйхати Список опубликованных работ List of published works | 51 |

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

ТОШКЕНТ ДАВЛАТ ИҚТИСОДИЁТ УНИВЕРСИТЕТИ

ХУДОЙҚУЛОВ ХУРШИД ХУРРАМОВИЧ

**ФОНД БОЗОРИ АКТИВЛАРИНИ БАҲОЛАШ МЕХАНИЗМИНИ
ТАКОМИЛЛАШТИРИШ**

08.00.07 – Молия, пул муомаласи ва кредит

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

Тошкент – 2018

Иқтисодиёт фанлари бўйича фалсафа доктори (PhD) диссертацияси мавзуси Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамаси ҳузуридаги Олий аттестация комиссиясида В2017.3.PhD/Iqt291 рақам билан рўйхатга олинган.

Диссертация Тошкент давлат иқтисодиёт университетида бажарилган.

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

Илмий раҳбар: **Мустафақулов Шерзод Игамбердиевич**
иқтисодиёт фанлари доктори

Расмий оппонентлар: **Тошмуродова Бувсара Эгамовна**
иқтисодиёт фанлари доктори, профессор

Пўлатов Дилшод Хакбердиевич
иқтисодиёт фанлари доктори

Етакчи ташкилот: **Корпоратив бошқарув илмий-таълим маркази**

Диссертация ҳимояси Ўзбекистон Республикаси Банк-молия академияси ва Тошкент давлат иқтисодиёт университети ҳузуридаги 27.06.2017.І.15.01 рақамли илмий кенгашнинг 2018 йил «___» _____ соат ___ даги мажлисида бўлиб ўтади. Манзил: 100000, Тошкент шаҳри, Мовароуннаҳр кўчаси, 16-уй Тел.: (99871) 237-53-25, факс: (99871) 237-54-01, e-mail: info@bfa.uz

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

Диссертация автореферати 2018 йил «___» _____ куни тарқатилди.

(2018 йил «___» _____ даги № ___ рақамли реестр баённомаси).

А.Ш. Бекмуродов

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

У.В. Ғафуров

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

Н.М. Махмудов

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

КИРИШ (фалсафа доктори (PhD)диссертацияси аннотацияси)

Диссертация мавзунинг долзарблиги ва зарурлиги. Глобаллашув жараёнлари тезлашиб бораётган ҳозирги даврда йирик инвестиция компаниялари ўз маблағларини ривожланган мамлакатларга нисбатан ривожланаётган мамлакатлар иқтисодиётига икки баробар кўпроқ йўналтирмоқда. Юқори суръатлар билан ривожланаётган мамлакатларда инвестиция оқимининг ўсишига қарамай, фонд бозорларини капиталлашуви, шаффофлик, ликвидлик, қимматли қоғозлар нархларининг ўзгарувчанлиги, транзакция харажатларининг юқорилиги каби омиллар активларни баҳолашнинг оптимал усулидан фойдаланиш жараёнини қийинлаштирмоқда. Дунё фонд бозорларидаги активларнинг кескин тебраниши ривожланаётган мамлакатлар фонд бозорларининг капиталлашув даражасининг йилдан-йилга ошиб бораётганлиги билан изоҳланади. Хусусан, 2017 йил ҳолатига мазкур кўрсаткич Тайванда 16,8 фоизга, Таиландда 15,7, Жанубий Кореяда 25,1, Индонезияда 22,6, Туркияда 42,6, Польшада 21,1 фоизга ўсган¹. Бу эса, ўз навбатида, мазкур мамлакатлар фонд бозорларидаги активларни баҳолашнинг оптимал усулидан фойдаланиш зарурлигини намоён этади.

Ривожланаётган мамлакатларга инвестиция оқимларининг ўсиб бориши мазкур мамлакатлар фонд бозорларидаги активларни баҳолашнинг замонавий усулларини жорий этиш, фонд бозори активларига таъсир қилувчи макро ва микро даражадаги омиллар асосида активларнинг бозор бетасини (β) аниқлаш, қимматли қоғозлар портфелларини диверсификация қилишни, фонд бозоридаги рисксиз активлар ҳамда бозор rischi учун мукофотни (market risk premium) инobatга олган ҳолда активлардан кутилаётган даромадни ҳисоблаш ва активларни баҳолашга таъсир қилувчи омилларнинг таъсири даражаси бўйича илмий изланишлар олиб боришни тақозо этади.

Ҳозирда Ўзбекистонда қимматли қоғозлар бозорини ривожлантириш борасида кенг қамровли ишлар олиб борилмоқда. Жумладан, кейинги йилларда мамлакатда қимматли қоғозлар бозорини ривожлантиришнинг институционал асослари яратилди. Бироқ, мамлакатда молия бозорини ривожлантириш бўйича мустақил давлат органининг мавжуд эмаслиги, фонд бозори фаолиятининг самарали йўлга қўйилмаганлиги, хусусан, фонд бозори активларини баҳолаш механизмининг такомиллашмаганлиги сингари ҳолатлар мазкур соҳадаги имкониятлардан тўлиқ фойдаланишга тўсқинлик қилмоқда. Шунга кўра, 2017-2021 йилларда Ўзбекистон Республикасини ривожлантиришнинг бешта устувор йўналиши бўйича Ҳаракатлар стратегиясини «Фаол тадбиркорлик, инновацион ғоялар ва технологияларни қўллаб-қувватлаш йили»да амалга оширишга оид давлат дастурида «фонд бозорини ривожлантириш, соҳада давлат бошқарувини тубдан ислоҳ қилиш ва давлат органларининг бир-бирини такрорловчи, ортиқча назорат

¹<http://www.world-exchanges.org/home/index.php/statistics/monthly-reports> маълумотлари.

функцияларини бекор қилиш ҳамда молия бозори учун ягона давлат органини ташкил этиш»² вазифаси алоҳида белгилаб берилди.

Мазкур диссертация иши Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2015 йил 24 апрелдаги ПФ-4720-сонли «Акциядорлик жамиятларида замонавий корпоратив бошқарув услубларини жорий этиш чора-тадбирлари тўғрисида», 2017 йил 7 февралдаги ПФ-4947-сонли «Ўзбекистон Республикасини янада ривожлантириш бўйича ҳаракатлар стратегияси тўғрисида», 2018 йил 22 январдаги ПФ-5308-сонли «Фаол тадбиркорлик, инновацион ғоялар ва технологияларни қўллаб-қувватлаш йили»да амалга оширишга оид давлат дастури тўғрисида»ги фармонлари, 2015 йил 21 декабрдаги ПҚ-2454-сонли «Акциядорлик жамиятларига хорижий инвесторларни жалб қилиш борасидаги қўшимча чора-тадбирлар тўғрисида»ги қарори ва бошқа меъёрий-ҳуқуқий ҳужжатларда белгиланган вазифаларни амалга оширишда муайян даражада хизмат қилади.

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

Муаммонинг ўрганилганлик даражаси. Фонд бозори активларини баҳолашнинг илмий-назарий, услубий ва амалий муаммолари Г.Марковиц, Ж.Тобин, У.Шарп, Ж.Линтер, Я.Мосин, Ж.В.Дуглас, М.Е.Блум, Ф.Блэк, М.Женсен, М.Скоулз, Ж.Макбет, С.Басу, Р.Бенз, Д.Стантман, Б.Розенберг, Р.Мертон, С.Росс, Ж.Кэмпбелл, Э.Фама, К.Френч, Т.Ассефа, О.Эскида ва А.Моллик каби олимларнинг илмий ишларида тадқиқ этилган³.

² Ўзбекистон Республикаси Президентининг «2017-2021 йилларда Ўзбекистон Республикасини ривожлантиришнинг бешта устувор йўналиши бўйича Ҳаракатлар стратегиясини «Фаол тадбиркорлик, инновацион ғоялар ва технологияларни қўллаб-қувватлаш йили»да амалга оширишга оид давлат дастури тўғрисида»ги фармони. ПФ-5308-сон, 2018 йил 28 январь.

³Harry Markowitz (1952). «Portfolio Selection» The Journal of Finance, Vol. 7, No. 1. pp. 77-91; Tobin.J. (1958). Liquidity Preference as Behaviour Towards Risk. The Review of Economic Studies, Vol.25, No.2, pp.65-86; Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. Journal of Finance, Vol.19, No.3, pp. 425-442; Lintner, J. (1965). The Valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets. The Review of Economics and Statistics, Vol.47, No.1, pp.13-37 ;Mossin. J (1966). Equilibrium in a Capital Asset Market, Vol.34, No 4, pp.768-783; Douglas, G.W. (1969), «Risk in the Equity Markets: An Empirical Appraisal of Market Efficiency», Yale Economic Essays, Vol.9, No.1, pp 3-45; Blume, M.E., (1970). Portfolio theory: A step toward its practical application. Journal of Business, Vol. 43, No.1, pp. 152-173; Black, F., Jensen, M., and Scholes, M. (1972) The Capital Asset Pricing Model: Some empirical tests. Studies in the Theory of Capital Markets. Ed. New York: Praeger Publishers; Fama, E.F. and MacBeth, J.D. (1973) 'Risk, return and equilibrium: empirical tests', The Journal of Political Economy, Vol. 81, No.3, pp. 607-636; Basu, S. (1977). Investment Performance of Common Stocks in Relation to their Price-Earnings Ratios: A Test of the Efficient Market Hypothesis, Journal of Finance, Vol.32, No.1, pp. 663-682; Banz, R. W. (1981). The Relationship between Return and Market Value of . Common Stock, Journal of Financial Economics, Vol.9, No.1, pp. 3-18; Stattman, D. (1980) Book Values and Stock Returns, The Chicago MBA: A Journal of Selected papers, Vol. 4, No.1, pp.25-45; Rosenberg, B., Reid, K. and Lanstein, R. (1985) Persuasive evidence of market inefficiency, Journal of Portfolio Management, Vol. 11, No. 3, pp.9-17; Robert C. Merton (1973). An Intertemporal Capital Asset Pricing Model. Econometrica, Vol. 41, No. 5, pp. 867-887; Ross, Stephen A., (1976). «The arbitrage theory of capital asset pricing», Journal of Economic Theory Vol.13, No.3, pp. 341-360; Campbell, John Y. 1993. Intertemporal asset pricing without consumption data. American Economic Review 83(3): pp. 487-512; Fama, E., & French, K. (1993). «Common risk factors in the returns on stocks and bonds. Journal of Financial Economics», Vol.33, No.1, 3-56 ;Assefa. T.A, Esqueda.A.O, Mollick.A.V (2017). Stock returns and interest rates around the World: A panel data approach. Journal of Economics and Business, Vol.89, No.1, pp.20-35

Мазкур олимларнинг илмий тадқиқот ишларида фонд бозорларини ривожлантириш ҳамда улардаги активларни баҳолаш бўйича мавжуд муаммолар ёритилган. Хусусан, Г.Марковицнинг илмий изланишида замонавий портфель назариясига илк мартоба асос солинган, фонд бозоридаги активларни баҳолаш механизми билан боғлиқ илмий тавсиялар ишлаб чиқилган. У.Шарп эса фонд бозори активларини баҳолаш моделида активларга бозор индексининг таъсирини асослаб, уларни баҳолаш механизмини янада такомиллаштирган. Кейинчалик фонд бозори активларини баҳолаш назарияси юзасидан қатор иқтисодчи олимлар ўртасида турли мунозаралар вужудга келиб, уларни ҳал этишда Э.Фама ва К.Френч томонидан амалга оширилган илмий изланишлар муҳим аҳамият касб этади. Улар ўзлари илгари сурган назарияда фонд бозори активларига бозор индексидан ташқари бошқа бир қатор омиллар ҳам таъсир қилишини исботлаб бердилар.

Фонд бозори активларини баҳолашнинг назарий, услубий ва амалий жиҳатлари ўзбекистонлик иқтисодчи олимлар Ш.Ш.Шохаъзамий, Л.И.Бутиков, М.Б.Хамидулин, Н.Ғ.Каримов, Ш.И.Мустафакулов, Х.А.Қурбонов ва У.А.Бурхоновлар томонидан ҳам амалга оширилган⁴.

Чунончи, Ш.Ш. Шохаъзамий қимматли қоғозларнинг таҳлилини такомиллаштириш учун активларни баҳолаш моделлари назариясидан фойдаланиш мақсадга мувофиқ, деб таъкидласа, Н.Ғ. Каримов ўзининг илмий изланишларида активларни баҳолаш назариясига тўхталиб, бугунги кунда амалиётда Г. Марковиц назариясига нисбатан У. Шарп назариясининг афзаллигини эътироф этади.

Х.А.Қурбоновнинг илмий изланишларида молиявий активларни баҳолаш моделининг компаниялар капитали умумий баҳосини белгилаш ва унинг доирасида амалга оширилган инвестиция лойиҳалари учун талаб қилинадиган даромад даражасини аниқлашда муҳим амалий аҳамиятга эга эканлигини, У.А.Бурхонов эса, Ўзбекистон шароитида активларни баҳолашда мамлакатнинг кредит модели ҳамда тузатиш киритилган САРМ (Capital asset pricing model) моделидан фойдаланиш лозимлиги хусусидаги талқинни илгари сурган.

Юқорида қайд этиб ўтилган иқтисодчи олимларнинг илмий изланишларида фонд бозори активларини баҳолаш масалалари назарий жиҳатдан ёритиб берилган бўлса-да, бироқ мамлакатимиз фонд бозоридаги активларни турли хилдаги таъсир этувчи омилларни инобатга олган ҳолда

⁴ Шохаъзамий Ш.Ш. «Методологические основы и приоритеты стратегического развития рынка ценных бумаг в Узбекистане». Автореферат Т; 2011г, 1-42 с.; Шохаъзамий Ш.Ш. «Молия бозори ва қимматли қоғозлар» дарслик Т., ТФИ. 2012, бет-440.; Бутиков Л.И. «Проблемы формирования и функционирования рынка ценных бумаг в Узбекистане» Автореферат Т.,-2008, 1-41 с.; Бутиков Л.И. Рынок ценных бумаг. Учебник. – Т.: Консаудитинформ, 2001-472 с.; Хамидулин М.Б. Развитие финансового механизма корпоративного управления. – Т.: Молия, 2008, – 204 с.; Каримов. Н.Ғ «Иқтисодий интеграциялашув шароитида инвестицияларни молиялаштиришнинг бозор механизмларини жорий этиш муаммолари» Автореферат, Т,- 2007, 1-40-бет.; Ш.И. Мустафакулов «Ўзбекистонда инвестицион муҳит жозибадорлигини оширишнинг илмий-услубий асосларини такомиллаштириш» Автореферат, Т,- 2017, 1-30-бет.; Каримов Н.Ғ. ва Хожиматов Р.Х. «Инвестицияни ташкил этиш ва молиялаштириш» Дарслик. –Т.: ТДИУ, 2011, 771-787-бет.; Қурбонов Х.А. «Корпоративные финансы» Тошкент «Иқтисод-Молия» 2007, 184-бет.; Бурхонов У.А. «Investment valuation in emerging markets: opportunities & specific factors» «Иқтисодиёт ва инновацион технологиялар» илмий электрон журнали. № 7, 2013 1-9-б.

баҳолаш бўйича етарлича ўрганилмаганлиги, шунингдек, рисксиз активларни ҳисобга олган ҳолда фонд бозоридаги активлардан кутилаётган даромадни аниқлаш бўйича комплекс илмий изланишлар олиб борилмаганлиги, мазкур тадқиқот мавзусининг танланишига асос бўлди.

Диссертация мавзусининг диссертация бажарилган олий таълим муассасаси илмий тадқиқот ишлари билан боғлиқлиги. Диссертация мавзуси Тошкент давлат иқтисодиёт университетининг илмий тадқиқот ишлари режасига киритилган, 2013-2018 йилларга мўлжалланган «Иқтисодиётни модернизация қилиш шароитида молия, банк ва ҳисоб тизимини мувофиқлаштиришнинг илмий асослари» мавзусидаги стратегик йўналиши доирасида бажарилган.

Тадқиқотнинг мақсади. Ўзбекистон фонд бозоридаги активларни баҳолаш механизмини такомиллаштириш бўйича илмий-услубий асосланган таклиф ва амалий тавсиялар ишлаб чиқишдан иборат.

Тадқиқотнинг вазифалари:

фонд бозори молиявий активлари ва уларни баҳолаш моделларининг илмий-назарий асосларини тадқиқ этиш;

«Тошкент» фонд биржасида муомалада бўлган активларни баҳолаш жараёнини таҳлил қилиш, мазкур активларни баҳолаш бўйича илғор хорижий тажрибалардан фойдаланиш имкониятларини аниқлаш;

Ўзбекистонда фонд бозори активларини баҳолашдаги мавжуд муаммоларни аниқлаш ҳамда уларни бартараф этиш йўллари тадқиқ этиш;

Ўзбекистон фонд бозоридаги активларга таъсир этувчи омилларни эконометрик моделлар асосида баҳолаш;

фонд бозори активларини баҳолашнинг истиқболли йўналишлари бўйича илмий асосланган таклиф ва тавсиялар ишлаб чиқиш.

Тадқиқотнинг объекти «Тошкент» Республика фонд биржасидаги активларни баҳолаш жараёни ҳисобланади.

Тадқиқотнинг предмети фонд бозори активларини баҳолаш жараёнида юзага келувчи иқтисодий муносабатлар ташкил этади.

Тадқиқотнинг усуллари. Тадқиқотнинг вазифасини ҳал этишда илмий абстракциялаш, эмпирик, иқтисодий-математик моделлаштириш, статистик маълумотларни гуруҳлаш, қиёсий таҳлил, танлама кузатув, корреляцион ва регрессион таҳлил усулларида фойдаланилган.

Тадқиқотнинг илмий янгилиги қуйидагилардан иборат:

фонд бозорида иштирок этадиган акциядорлик жамиятлари акцияларидан кутилаётган даромадни аниқлаш мақсадида бозорнинг тизимли рискини ҳисоблаш усули ишлаб чиқилган;

фонд бозоридаги акцияларнинг бозор баҳосини янада аниқроқ белгилашга имкон яратувчи ҳар бир акцияни биржа савдосида битта лот шаклида сотишнинг самарали усул эканлиги асосланган;

ўрта муддатли ғазна мажбуриятларини биржадаги савдосининг амалдаги тартибига улар тўғрисидаги асосий маълумотлар ҳамда эмиссия қилиш параметрларини биржа орқали эълон қилиш тартибини киритиш орқали мазкур механизмни такомиллаштириш таклифи ишлаб чиқилган;

фонд бозорида иштирок этадиган акциядорлик жамиятлари эмиссион харажатларининг сезиларли даражада қисқартирилишига таъсир кўрсатувчи корпоратив облигациялар эмиссиясининг соддалаштирилган тартиби ишлаб чиқилган.

Тадқиқотнинг амалий натижаси қуйидагилардан иборат:

фонд бозоридаги тизимли риск бўлган бозор бетаси (β) коэффицентини аниқлаш усули ишлаб чиқилган;

фонд бозоридаги активлар баҳосининг шаклланишига таъсир қилувчи олди-сотди механизмини такомиллаштириш йўллари асосланган;

фонд бозорининг активларини баҳолаш жараёнининг моҳияти изоҳлаб берилган ҳамда фонд бозоридаги активлардан кутилаётган даромадга корпоратив облигация ва хазина мажбуриятларининг таъсири ёритиб берилган;

фонд бозоридаги тармоқлар кесимидаги активларнинг бозор баҳосига таъсир қилувчи омилларини баҳолаш асосида эконометрик таҳлили амалга оширилган ва омилларнинг таъсирчанлик даражаси аниқланган.

Тадқиқот натижаларининг ишончлилиги. Тадқиқот натижаларининг ишончлилиги етакчи иқтисодчи олимларнинг фонд бозорлари активларини баҳолаш бўйича илмий-назарий фикрларини қиёсий ва танқидий таҳлил қилиш, илғор хориж тажрибасини ўрганиш ва умумлаштириш, фонд бозори активларини баҳолаш эксперт натижалари ҳамда миллий ва халқаро нуфузли ташкилотларнинг расмий манбаларига асосланганлиги, жумладан, Ўзбекистон Республикаси Молия вазирлиги ва «Тошкент» Республика фонд биржасининг статистик маълумотларига асосланиб жараёни таҳлил қилиш орқали хулосалар қилинганлиги билан белгиланади.

Тадқиқот натижаларининг илмий ва амалий аҳамияти. Тадқиқот натижаларининг илмий аҳамияти Ўзбекистонда молия бозорини яқин ва ўрта истиқболга мўлжалланган ривожлантириш стратегиясида фонд бозори активларини баҳолаш механизмини такомиллаштиришга оид илмий тадқиқотларни амалга оширишда фойдаланиш мумкинлиги билан изоҳланади.

Тадқиқот натижаларининг амалий аҳамияти молия бозорини ривожлантириш концепциясини ишлаб чиқиш ҳамда молия бозорини ривожлантиришда фойдаланиш, шунингдек, фонд бозорига маҳаллий ҳамда хорижий инвесторларнинг бўш турган пул маблағларини жалб қилиш мақсадида қабул қилинадиган қонун ва қонун ости ҳужжатлари, мамлакат Президентининг фармонлари, қарор ва фармойишлари, Вазирлар Маҳкамасининг қарорлари ва соҳага оид бошқа меъёрий ҳужжатларни ишлаб чиқишда қўллаш мумкинлиги билан белгиланади.

Тадқиқот натижаларининг жорий қилиниши. Фонд бозори активларини баҳолаш механизмини такомиллаштириш бўйича ишлаб чиқилган назарий, амалий ва услубий таклиф ҳамда тавсиялар амалиётга жорий қилиш учун қабул қилинган. Булар натижаси асосида:

фонд бозори активларини баҳолаш услубиётини такомиллаштириш мақсадида хазина мажбуриятларини эмиссия қилиш тартибини

такомиллаштириш ва капитални жалб қилишнинг муқобил манбаи сифатида эътиборга олиш таклифи Ўзбекистон Республикаси Молия вазирлигининг 1327-сонли «Ўзбекистон Республикасининг давлат ўрта муддатли пул мажбуриятларини жойлаштириш, муомалада бўлиши ва тўлаш тартиби тўғрисида»ги низомда қўлланилган (Ўзбекистон Республикаси Молия вазирлигининг 2017 йил 14 декабрдаги ЁТ/20-03-31-12-82/2241-сонли маълумотномаси). Ушбу таклифнинг амалиётга жорий қилиниши, ўз навбатида, фонд бозоридаги активлардан кутилаётган даромадни аниқлаш имкониятини янада оширишга хизмат қилган;

фонд бозоридаги нисбатан рисксиз активлар ҳисобланган корпоратив облигацияларни муомалага чиқариш талабларини соддалаштириш бўйича таклифлар «Ўрта ва узоқ муддатли молия бозорини ривожлантириш концепцияси»да фойдаланилган (Ўзбекистон Республикаси Хусусийлаштирилган корхоналарга кўмаклашиш ва рақобатни ривожлантириш давлат кўмитасининг 2017 йил 17 мартдаги 654/02-29 сонли маълумотномаси). Мазкур таклифнинг амалиётга татбиқ этилиши фонд бозоридаги рисксиз активларнинг ривожланишини таъминлашга ҳамда фонд бозоридаги активларни баҳолаш механизмининг такомиллаштиришига олиб келди;

фонд бозори активларини баҳолаш мақсадида ҳар бир акциянинг олди-сотдисини битта лот шаклида амалга ошириш бўйича тақдим этган таклифи «Тошкент» Республика фонд биржасининг амалиётида жорий этилган («Тошкент» Республика фонд биржасининг 2018 йил 12 апрелдаги 01/08-07-482-сонли маълумотномаси). Ушбу таклифнинг жорий этилиши натижасида фонд бозоридаги активларнинг бозор баҳосини аниқлашга ёрдам бериши натижасида фонд бозоридаги қимматли қоғозлар олди-сотдиси бўйича биржа битимларининг 10 фоизга ошиши таъминланган;

фонд бозорида иштирок этадиган акциядорлик жамиятлари акцияларидан кутилаётган даромадни аниқлаш мақсадида бозорнинг тизимли рискини ҳисоблаш усули бўйича ишлаб чиққан таклифи «Тошкент» Республика фонд биржасининг амалиётида жорий этилган («Тошкент» Республика фонд биржасининг 2018 йил 12 апрелдаги 01/08-07-482-сонли маълумотномаси). Мазкур илмий-амалий янгиликнинг амалиётга татбиқ этилиши натижасида фонд бозоридаги акциядорлик жамиятлари акцияларини баҳолаш усули такомиллаштирилган ва фонд бозоридаги ликвидли активларни аниқлаш имконияти яратилган.

Тадқиқот натижаларининг апробацияси. Мазкур тадқиқот натижалари 7 та, шу жумладан, 2 та республика ва 5 та халқаро илмий-амалий конференцияда маъруза шаклида баён этилган ва муҳокамадан ўтказилган.

Тадқиқот натижаларининг эълон қилиниши. Диссертация мавзуси бўйича жами 17 та илмий иш, жумладан Ўзбекистон Республикаси Олий аттестация комиссияси эътироф этган журналларда 5 та илмий мақола, нуфузли хорижий журналларда 2 та илмий мақола нашр этилган.

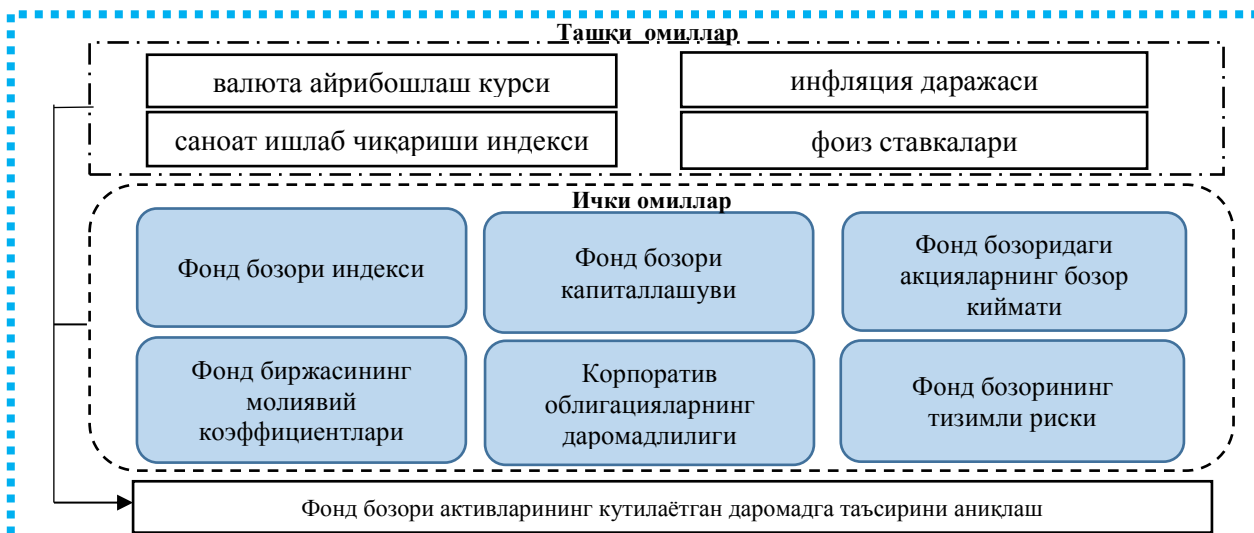
Диссертациянинг тузилиши ва ҳажми. Диссертация иши таркиби кириш, учта боб, хулоса, фойдаланилган адабиётлар рўйхати ва иловалардан иборат. Диссертациянинг умумий ҳажми 154 бетни ташкил этади.

ДИССЕРТАЦИЯНИНГ АСОСИЙ МАЗМУНИ

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

Диссертациянинг «**Фонд бозори активларини баҳолашнинг назарий-услубий асослари**» деб номланган биринчи бобида фонд бозори активларини баҳолаш бўйича илмий-назарий қарашлар эволюцияси, фонд бозори активларини баҳолаш моделларига илмий-назарий ёндашувлар ва уларнинг қиёсий таҳлили, Ўзбекистонда фонд бозори активларини баҳолашнинг ташкилий-ҳуқуқий асослари илмий-назарий ва услубий жиҳатдан ёритиб берилган.

Жадал суръатларда ривожланаётган мамлакатлар фонд бозорларидаги активларни баҳолашда замонавий усуллардан фойдаланилаётгани, фонд бозоридаги активлардан кутилаётган даромад, фонд бозор rischi, қимматли қоғозлар rischi ва улардан кутилаётган даромад ўртасидаги боғлиқлик, портфелни диверсификация қилиш, фонд бозори активларидан кутилаётган даромадга таъсир қилувчи ташқи ва ички омиллар муаллиф томонидан асослаб берилган (1-расм).



1-расм. Фонд бозори активларини баҳолашга таъсир этувчи ички ва ташқи омиллар⁵

Мазкур жиҳатларни инобатга олган ҳолда хорижлик ва маҳаллий иқтисодчи олимларнинг фонд бозори активларини баҳолаш борасидаги илмий изланишларини ўрганиш асосида фонд бозори активларини баҳолашга нисбатан муаллиф таърифи шакллантирилган. Унга кўра, фонд бозори активларини баҳолаш бу – фонд бозоридаги активларга бевосита таъсир

⁵Муаллиф ишланмалари асосида тузилган.

этувчи ички ва ташқи омиллар орқали активлардан кутилаётган даромад меъёрини эмпирик, корреляцион ва регрессион усуллар асосида аниқлашдан иборат. Фонд бозори активларини баҳолаш назариясига асосан қимматли қоғозлардан кутилаётган даромад ва риск ўртасидаги боғлиқликни ўрганиш муҳим жиҳатлардан ҳисобланади.

Ҳозирги кунда жаҳоннинг етакчи олимлари томонидан фонд бозори активларини баҳолашнинг бир нечта моделлари яратилган бўлиб, мазкур тадқиқот ишида муаллиф томонидан нисбатан муҳим ҳисобланган ва кўпроқ қўлланилаётган фонд бозори активларини баҳолашнинг муқобил моделлари илмий-назарий жиҳатдан таҳлил қилинган (1-жадвал). Бироқ шу ўринда таъкидлаш лозимки, кўпчилик мамлакатларда фонд бозорлари активларини баҳолаш, қимматли қоғозлар портфелини танлаш ҳамда бозор рискин аниқлашда CAPM моделидан фойдаланиш кенг тарқалган ҳисобланади.

1-жадвал

Фонд бозори активларини баҳолашнинг муқобил моделлари⁶

| |
|--|
| 1. Ноль-бета (β) молиявий активларни баҳолаш модели (zero-beta Capital Asset Pricing Model) |
| $ER_i = ER_z + \beta_i(ER_m - ER_z)$ |
| 2. Молиявий активларни баҳолашнинг ички вақтлараро модели (Intertemporal Capital Asset Pricing Model) |
| $E(r_i) - r_f = \beta_{im}[E(r_m) - r_f] + \sum_{s=1}^S \beta_{is}[E(r_s) - r_f]$ |
| 3. Арбитраж баҳолаш модели (Arbitrage Pricing Model) |
| $E(r_i) - r_f = \beta_1(r_{factor1} - r_f) + \dots + \beta_n(r_{factor n} - r_f)$ |
| 4. Молиявий активларни баҳолашнинг истеъмолга асосланган модели (Consumption-based capital asset pricing model) |
| $ER_i = r_f + \beta_{ic}(ER_m - r_f)$ |
| 5. Уч омилли молиявий активларни баҳолашнинг Фама-Френч модели (Fama and French three factor Model) |
| $E(R_i) - R_f = \beta_{im}E(R_m - R_f) + \beta_{iSMH}E(SMH) + \beta_{iHML}E(HLM)$ |

Ўзбекистонда бугунги кунда фонд бозори активларини баҳолашнинг чегирмали пул оқимлари, яъни дисконтлаш усулидан кенг фойдаланилмоқда. Бироқ акциядорлик жамиятлари капитали қийматини баҳолашда пул оқимларининг кумулятив усулидан фойдаланиш кенг тарқалган. Ривожланаётган мамлакатлар фонд бозорларида капитал қийматини аниқлаш давлат қимматли қоғозлари ставкасини рисксиз актив даражасига тенглаштирган ҳолда баҳоланади. Ўзбекистонда эса мазкур баҳолаш кумулятив тузиш усулида Марказий банкнинг қайта молиялаштириш ставкасини рисксиз актив даражасига тенглаштирган ҳолда амалга оширилади. Фикримизча, мазкур ҳолат мамлакатимиз миллий фонд бозорида давлат қимматли қоғозлари ва корпоратив облигациялари бозорининг ривожланмаганлиги орқали изоҳланади.

⁶Муаллиф ишланмалари асосида тузилган.

Шунга кўра, мамлакатимиздаги акциядорлик жамиятларининг фонд бозоридаги активларини баҳолашда капитал баҳолаш усулидан фойдаланиш мақсадга мувофиқдир. Ушбу усулда рисксиз активлар даражаси сифатида давлат қимматли қоғозларининг даромад даражаси ва корпоратив облигацияларнинг фоиз даражасини инобатга олиш фонд бозоридаги активларни тўғри баҳолаш имкониятини яратди.

Диссертациянинг «Фонд бозори активларини баҳолашнинг ҳозирги ҳолати таҳлили» деб номланган иккинчи бобида Ўзбекистон фонд бозоридаги активларни баҳолаш амалиёти, ривожланган мамлакатларда фонд бозори активларини баҳолаш моделининг таҳлили ёритиб берилган, шунингдек, фонд бозоридаги активларни баҳолашда илғор хориж тажрибаларидан Ўзбекистон шароитида фойдаланиш имкониятлари изоҳлаб берилган.

Диссертация ишида амалга оширилган илмий тадқиқотларга асосланган ҳолда 2-жадвалдаги маълумотлардан кўриш мумкинки, фонд бозори айланмаси ҳажми таркибида банк соҳасининг акциялари савдоси муҳим ўринни эгаллайди. Жумладан, 2012 йилда банкларнинг салмоғи 67,5 фоизни ташкил этган бўлса, 2017 йилда 86,6 фоизга етгани ҳолда етакчи ўринга эга. Таҳлил қилинган даврда агросаноат соҳасининг улуши ўртача 6-7 фоиз атрофида барқарор қолгани ва 2017 йида эса 8 фоизни ташкил этганини кузатиш мумкин. Ўз навбатида, лизинг, суғурта ва қурилиш соҳасининг улуши сезиларли даражада камайгани яққол кўринади. Шунингдек, ушбу даврда бошқа соҳаларнинг акциялари айланмаси салмоғи 2012 йилдаги 14,8 фоиздан сезиларли даражада, яъни 3,5 фоизгача пасайиб кетганлигини кўришимиз мумкин.

2-жадвал

«Тошкент» Республика фонд биржаси умумий айланмасида турли соҳалар акциялари айланмаси салмоғи⁷

| Кўрсаткичлар | 2012 й. | | 2013 й. | | 2014 й. | | 2015 й. | | 2016 й. | | 2017 й. | |
|--------------|--------------|--------------|-------------|--------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | млрд. сўм | Фоизда | млрд. сўм | фоизда | млрд. сўм | фоизда | млрд. сўм | фоизда | млрд. сўм | фоизда | млрд. сўм | фоизда |
| Банк | 74,7 | 67,5 | 37,6 | 65,8 | 77,3 | 86,6 | 133,8 | 91,1 | 151,8 | 51,3 | 254,6 | 86,1 |
| Саноат | 3,2 | 2,9 | 3,9 | 6,8 | 1,5 | 1,7 | 0,5 | 0,3 | 73,7 | 24,9 | 0,8 | 0,3 |
| Агросаноат | 7,1 | 6,4 | 3,4 | 6,0 | 2,6 | 2,9 | 5,4 | 3,7 | 14,9 | 5,0 | 23,7 | 8,0 |
| Лизинг | 3,7 | 3,3 | 3,7 | 6,5 | 0,2 | 0,2 | 0,1 | 0,1 | 0,4 | 0,1 | 3,0 | 1,0 |
| Суғурта | 3,6 | 3,3 | 2,9 | 5,1 | 2,4 | 2,7 | 0,9 | 0,6 | 2,6 | 0,9 | 1,5 | 0,5 |
| Қурилиш | 3,5 | 3,2 | 2,2 | 3,9 | 2,0 | 2,2 | 3,1 | 2,1 | 3,5 | 1,2 | 1,6 | 0,5 |
| Бошқалар | 14,8 | 13,4 | 3,4 | 6,0 | 3,30 | 3,7 | 3,1 | 2,1 | 48,9 | 16,5 | 10,4 | 3,5 |
| Жами | 110,6 | 100,0 | 57,1 | 100,0 | 89,3 | 100,0 | 146,9 | 100,0 | 295,8 | 100,0 | 295,6 | 100,0 |

⁷ «Тошкент» Республика фонд биржаси маълумотлари асосида муаллиф томонидан тайёрланган.

Тадқиқот натижасида «Тошкент» Республика фонд бозорида фаол бўлган бешта акциядорлик жамияти акцияларининг бозор бетаси (β) коэффиценти аниқланди. Унга кўра, бозор бетаси (β) коэффиценти қуйдагича ифодаланади:

$$\beta = \frac{COV(r_i r_m)}{\sigma_m^2}, \quad (1)$$

бу ерда:

β - бета коэффиценти;

r_i - акциянинг даромади;

r_m - бозор даромади;

σ_m^2 - бозор даромадининг дисперсияси.

Юқоридаги формуладан келиб чиққан ҳолда мамлакатимиз фонд бозорида фаол бўлган бешта акциядорлик жамияти акцияларининг бозордаги тизимли рисқи аниқланди (3-жадвал).

3-жадвал

«Тошкент» РФБда фаол бўлган акциядорлик жамиятларининг бозор бетаси (β) коэффиценти (2017 йил ҳолатига)⁸

| Акциядорлик жамияти | Бозор бетаси (β) коэффиценти |
|----------------------------|--------------------------------------|
| «Ўзсаноатқурилиш банк» АТБ | 0,136 |
| «Ўзметкомбинат» АЖ | 1,209 |
| «Оҳангаронцемент» АЖ | 0,867 |
| «Қизилқумцемент» АЖ | 0,118 |
| «Алском» АЖ | 0,181 |

3-жадвалдаги маълумотларига кўра, «Ўзсаноатқурилиш банк» АТБ акциялари даромадининг ошиши бозор индексининг ўсиши билан боғлиқ бўлиб, акциянинг бозор рисқи даражаси жуда паст ҳисобланади. Бета коэффицентини аниқлаш қонуниятига кўра, бета (β) коэффиценти $0 < \beta < 1$ бўлса, акциянинг баҳоси билан бозор индекси ўртасида боғлиқлик мавжуд, аммо акциянинг фонд бозоридаги риск даражаси паст ҳисобланади. Хусусан, «Ўзметкомбинат» акциядорлик жамияти акцияларининг бозор рисқи юқори, яъни унинг бозор бетаси (β) коэффиценти 1,209 бандни ташкил этганлигини кузатиш мумкин. Чунки, бозор бетаси (β) коэффиценти акциянинг риск даражаси бозор рискидан икки марта катта эканлигини кўрсатади. Тадқиқотда «Оҳангаронцемент» акциядорлик жамияти акцияларининг фонд бозоридаги рисқи юқори эканлигини кузатиш мумкин. Чунки унинг бозор бетаси (β) коэффиценти 0,867 ни ташкил этган бўлса, акциянинг фонд бозоридаги рисқи юқори эканлигидан далолат беради. «Қизилқумцемент» акциядорлик жамиятининг акциялари рисқи фонд бозорида жуда паст эканлигини кузатиш мумкин, чунки унинг акциялари бетаси (β) 0,118 ни ташкил этади. «Алском» акциядорлик жамиятининг акциялари эса,

⁸ «Тошкент» Республика фонд биржаси маълумотлари асосида муаллиф томонидан тайёрланган.

рисклилик даражаси паст, чунки акцияларининг бозор бетаса (β) 0,181 ни ташкил этган. Тадқиқотда аниқланган акцияларнинг ижобий бозор бетасини (β) билган ҳолда мазкур акциялардан кутилаётган даромадни молиявий активларни баҳолаш модели орқали ҳисоблаймиз. Акциядан кутилаётган даромад формуласини қуйидагича ифодалаймиз:

$$\text{АКД} = R_{\phi} + \beta(\text{Бд} - R_{\phi}), \quad (2)$$

Бу ерда:
 АКД - акциядан кутилаётган даромад;
 R_{ϕ} - рисксиз активларнинг даромадлилик даражаси;
 β - бета коэффициенти;
 Бд - бозорнинг умумий даромадлилик даражаси (даромадлиликнинг бозордаги ўртача меъёри).

Бозор бетаси (β) коэффициентиға эга акциядорлик жамиятларининг акцияларидан кутилаётган даромаднинг ҳисобланишини қуйидаги жадвалда кузатиш мумкин (4-жадвал).

4-жадвал

«Тошкент» РФБ акциядорлик жамиятларининг акцияларидан кутилаётган даромад (2017 йил ҳолатига)⁹

| Кўрсаткичлар | «Ўзсаноатқурилиш банк» АТБ | «Ўзметкомбинат» АЖ | «Оҳангаронцемент» АЖ | «Қизилқумцемент» АЖ | «Алском» АЖ |
|---|----------------------------|--------------------|----------------------|---------------------|-------------|
| Қайта молиялаштириш ставкаси бўйича рисксиз активлар даражаси | 14 | 14 | 14 | 14 | 14 |
| Давлат ўрта муддатли ғазна мажбуриятлари даромадлиги фоиз ставкаси бўйича рисксиз активлар даражаси | 3,4 | 3,4 | 3,4 | 3,4 | 3,4 |
| Корпоратив облигациялар даромадлиги фоиз ставкаси бўйича рисксиз активлар даражаси | 9 | 9 | 9 | 9 | 9 |
| Бета (β) коэффициенти | 0,136 | 1,206 | 0,867 | 0,118 | 0,181 |
| Бозорнинг умумий даромадлилик даражаси | 0,01 | 0,01 | 0,01 | 0,01 | 0,01 |
| Акциядан кутилаётган даромад (қайта молиялаштириш ставкаси билан) | 13,98 | 12,56 | 13,26 | 13,99 | 13,97 |
| Акциядан кутилаётган даромад (Давлат ўрта муддатли ғазна мажбуриятлари билан) | 3,38 | 1,96 | 2,66 | 3,39 | 3,37 |
| Акциядан кутилаётган даромад (корпоратив облигациялар билан) | 8,98 | 7,56 | 8,26 | 8,99 | 8,97 |

⁹ «Тошкент» Республика фонд биржаси маълумотлари асосида муаллиф томонидан тайёрланган.

«Тошкент» РФБ бозор индексининг 2012 йилдан 2017 йилга бўлган даврдаги кунлик тебранишининг ўртача тортилганлиги бозорнинг умумий даромадлилик даражасини кўрсатади. Давлатнинг ўрта муддатли ғазна мажбуриятлари ҳамда давлат облигациялари рисксиз активлар ҳисобланади. Лекин Ўзбекистонда кейинги йилларда давлат ўрта муддатли ғазна мажбуриятлари эмиссия қилинмаганлиги сабабли корпоратив облигация ва қайта молиялаштириш ставкасидан рисксиз актив сифатида фойдаланилди. 4-жадвалдаги таҳлиллар кўрсатадики, рисксиз даражаси сифатида қайта молиялаштириш ставкаси олинганида «Ўзсаноатқурилиш банк» АТБ акцияларидан кутилаётган даромад кейинги олти йил (2012-2017 йиллар) давомида 13,98 фоизни, «Ўзметкомбинат» АЖ акцияларидан кутилаётган даромад 12,56, «Оҳангоронцемент» АЖ акцияларидан кутилаётган даромад 13,26, «Қизилқумцемент» АЖ акцияларидан кутилаётган даромад 13,99, «Алском» АЖ акцияларидан кутилаётган даромад 13,97 фоизни ташкил этганлигини кузатиш мумкин.

Алоҳида таъкидлаш жоизки, ривожланган мамлакатларда акциялардан кутилаётган даромадни ҳисоблашда рисксиз активлар сифатида давлат ўрта муддатли ғазна мажбуриятлари ва корпоратив облигациялар олинади. Тадқиқотда давлат ўрта муддатли ғазна мажбуриятларини 2012 йилдаги 3,4 фоиз даромад кўрсаткичини инобатга олиб, акциялардан кутилаётган даромадни ҳисобласак, «Ўзсаноатқурилиш банк» АТБнинг акцияларидан кутилаётган даромад 3,38 фоизни, «Ўзметкомбинат» АЖда 1,96, «Оҳангоронцемент» АЖда 2,66, «Қизилқумцемент» АЖда 3,39, «Алском» АЖда 3,37 фоиз даромад кутилаётганини кузатиш мумкин. Рисксиз активларнинг даражасига корпоратив облигацияларнинг йиллик 9 фоиз даромадини қўллаган ҳолда акциялардан кутилаётган даромад ҳисобланганда, «Ўзсаноатқурилиш банк» АТБнинг акцияларидан 8,98 фоиз, «Ўзметкомбинат» АЖ акцияларидан 7,56, «Оҳангоронцемент» АЖ акцияларидан 8,26, «Қизилқумцемент» АЖ акцияларидан 8,99 ва «Алском» АЖ акцияларидан 8,97 фоиз даражасида даромад кутилаётганлигини кузатиш мумкин.

Таҳлиллардан хулоса қилиш мумкинки, мамлакатимиз фонд бозорида рисксиз активлар, яъни давлат ўрта муддатли ғазна мажбуриятлари ва корпоратив облигациялар ривожланмаган. Чунки фонд бозори активлари рисксиз активларни инобатга олган ҳолда баҳоланади. Бугунги кунда, айнан, хазина мажбуриятлари ва давлат облигацияларининг фонд бозоридаги иштироки фаол эмаслиги улар активларини баҳолашда тўсиқ бўлмоқда. Шунинг учун фикримизча, рисксиз активларни муомалага чиқаришни тезлаштириш мақсадга мувофиқдир.

Диссертациянинг «**Ўзбекистонда фонд бозори активларини баҳолаш механизмини такомиллаштириш йўналишлари**» деб номланган учинчи бобида фонд бозори активларини баҳолашдаги мавжуд муаммолар ва уларни бартараф этиш йўллари, Ўзбекистонда фонд бозори активларини эконометрик моделлар орқали баҳолаш, шунингдек, унинг истиқболли йўналишлари баён этилган.

Ўзбекистонда қимматли қоғозлар бозори ўзининг ривожланиш босқичида бўлиб, шу боисдан мазкур бозордаги активлар акцияларини баҳолашда айрим муаммолар мавжудлигини кузатиш мумкин. Бизнингча, «Тошкент» Республика фонд биржасидаги активларни баҳолашдаги асосий муаммолар сифатида қуйидагиларни келтириб ўтишимиз мумкин:

рисксиз активлар ҳисобланган корпоратив облигациялар ва давлат қимматли қоғозлари бозорининг ривожланмаганлиги;

биржа листингига кирган акциядорлик жамиятлари ҳар бир акциясининг битта лот¹⁰ шаклида сотилмаслиги;

фонд биржаси даромадлиги пастлиги;

биржанинг махсус қоидаларида акциядорлик жамиятларининг акциялари сотилиши бўйича листинг ва сотиш шартларининг қатъий белгилаб қўйилиши кўринишидаги ҳаддан зиёд юқори талаблар мавжудлиги;

фонд биржасидаги акциядорлик жамиятларининг капитал қийматини аниқлашда фақат дисконтлаш кумулятив усулидан фойдаланилиши;

фонд биржасида акциядорлик жамиятлари акцияларининг бозор баҳосига таъсир этувчи махсус (book-to-market ratio, price-to-book ratio, price-earnings ratio) коэффицентлар ҳисобланмаслиги.

Ўзбекистонда фонд бозори активларини баҳолашда корпоратив облигациялар бозорининг ривожланмаганлигини кузатишимиз мумкин. 2012 йилда корпоратив облигациялар бозори фонд бозори айланмасининг 35,2 фоизини ташкил этган бўлса, 2017 йилга келиб, мазкур кўрсаткич кескин пасайиб, атиги 1,1 фоизни ташкил этган¹¹. Таҳлил даври давомида Ўзсаноатқурилиш банк, Капитал банк, Микрокредит банк, Агро банк, Асака банк, Ипотека банк, Ипак йўли банки ва Траст банк корпоратив облигациялар бозорида фаол эмитентлар ҳисобланади. Бундан кўриниб турибдики, фонд биржасида асосий эмитентлар банклар бўлиб, бошқа акциядорлик жамиятлари эса, мазкур давр мобайнида деярли бирорта ҳам корпоратив облигацияларни муомалага чиқармаган. Чунки корпоратив облигацияни муомалага чиқаришга бу борадаги мавжуд талаблар қийинчилик туғдирмоқда. Тадқиқотда Хитой, Тайвань, Россия ва Беларусь мамлакатларида корпоратив облигацияларни муомалага чиқариш тартиби ўрганилиб, илғор хориж тажрибасини Ўзбекистонга қўллаш бўйича таклифлар ишлаб чиқилди. Унга кўра, акциядорлик жамиятларига корпоратив облигацияларни муомалага чиқаришда қуйидаги ҳолатларнинг инobatга олиниши мақсадга мувофиқ:

ўтган молиявий йил учун аудиторлик ташкилотининг ижобий хулосасига эга акциядорлик жамиятлари корпоратив облигацияларининг муомалага чиқарилиши;

акциядорлик жамиятлари томонидан корпоратив облигацияларни муомалага чиқариш учун кейинги уч йилда рентабеллик, тўловга қобилиятлилик, молиявий барқарорлик ва ликвидлилик кўрсаткичларининг

¹⁰ Лот – бу фонд бозоридаги акциялар олди-сотдисининг шартли бирлиги.

¹¹ <https://www.uzse.uz/analytics> сайт маълумотлари асосида муаллиф томонидан таҳлил қилинган.

ижобий эканлигини аудиторлик ташкилоти хулосаси билан тасдиқлаш талабининг бекор қилиниши;

акциядорлик жамиятлари томонидан корпоратив облигацияларни муомалага чиқариш учун мустақил рейтинг баҳолаш хизматидан фойдаланиш бўйича амалдаги талабнинг бекор қилиниши.

Мамлакатимизда давлат қимматли қоғозлари бозорининг ривожланмаганлиги ҳам фонд бозори активларини баҳолашда бир қатор қийинчиликларни юзага келтирмоқда. Охирги йилларда давлат қимматли қоғозлари бозорида давлат ўрта муддатли ғазна мажбуриятлари эмиссияси амалга оширилганлиги ҳамда улар давлатнинг асосий қарзларини қоплаш мақсадида чиқарилганлиги яққол намоён бўлмоқда. Давлат ўрта муддатли ғазна мажбуриятларини эмиссия қилиш, жойлаштириш ва уларни сотиш билан боғлиқ механизмни қуйидаги кўринишда ифодалаш мумкин (2-расм).



2-расм. Давлат ўрта муддатли ғазна мажбуриятларини эмиссия ва жойлаштириш механизми¹²

¹²Муаллиф томонидан ишлаб чиқилган.

2-расмдан кўринадик, давлат ўрта муддатли ғазна мажбуриятлари эмиссияси ва жойлаштириш механизмида етарли даражада шаффофлик мавжуд эмас. Чунки Марказий банк томонидан бир ой олдин қимматли қоғозларнинг параметлари, муддати ва аукцион ҳақидаги маълумотлар эълон қилинади, аммо бу маълумотлар Ўзбекистон Республикаси Валюта биржасининг расмий веб-сайтида жойлаштирилмайди. Бошқа давлатлар, жумладан, Қозоғистондаги қонун ҳужжатлари ўрганилганда давлат хазина мажбуриятларининг барча параметрлари биржа расмий веб-сайтида эълон қилиниши маълум бўлди¹³.

Бундан кўриниб турибдики, мамлакатимизда давлат ўрта муддатли ғазна мажбуриятлари параметрлари ва аукцион ҳақидаги маълумотларни фонд биржаси сайтларига жойлаштириш мақсадга мувофиқ. Натижада давлат қимматли қоғозларининг инвесторлар учун шаффофлиги ошади. Ўрта муддатли ғазна мажбуриятлари эркин савдоси таъминланади. Юридик шахсларнинг ўрта муддатли ғазна мажбуриятларини сотиб олишга қизиқиши ортади. Бундан ташқари, инвесторлар ўрта муддатли ғазна мажбуриятлари тўғрисида тўлиқ ва аниқ маълумотга эга бўладилар.

Тадқиқот натижалари кўрсатадики, «Тошкент» Республика фонд биржасида акциядорлик жамиятлари акцияларининг олди-сотди жараёнлари уларнинг миқдоридан қатъий назар битта лот шаклида амалга оширилади. Бу эса, фонд бозоридаги акцияларнинг бозор rischi даражасини аниқлашда маълум қийинчиликларни келтириб чиқаради. Чунки ривожланган мамлакатлар амалиётида ҳар бир акциянинг олди-сотдиси битта лот шаклида амалга оширилади. Шунга кўра, мамлакатимиз фонд биржасида ҳам ҳар бир акциянинг олди-сотдисини битта лот шаклида амалга ошириш мақсадга мувофиқ ҳисобланади. Натижада бозордаги активлардан кутилаётган тизимли рискни тўғри аниқлаш имконияти яратилади.

Диссертацияда «Тошкент» РФБнинг листингига кирган акциядорлик жамиятлари акцияларининг баҳосига таъсир этувчи омиллар ва уларнинг корреляцион боғлиқлиги бўйича таҳлиллар амалга оширилди. Тўплаган маълумотлар, жумладан, панель маълумотлари бўлиб, панель бирликлари сифатида «Тошкент» РФБнинг тармоқлари кесимида банклар, лизинг, суғурта, агросаноат, саноат, ижтимоий соҳа, қурилиш ҳамда бошқа тармоқлар маълумотлари 2010-2017 йиллар кесими бўйича акс эттирилган.

Панель маълумотлари асосида корреляцион ўзгарувчиларнинг матрицаси тузилди. Чунки тадқиқотда панель маълумотлари асосида кўп омилли чизиқли функцияни шакллантириш мақсад қилиб олинган эди. Бироқ, кўп омилли функцияни шакллантиришда эрксиз ўзгарувчилар орасида корреляцион боғлиқлик мавжуд бўлиб, бу эса, ўз навбатида, мультиколлинеарлик муаммосини юзага келтиради. Натижада эрксиз ўзгарувчига асосий таъсир қилувчи эркили ўзгарувчининг таъсир доираси йўқолишига сабаб бўлмоқда.

¹³https://tengrinews.kz/zakon/pravitelstvo_respubliki_kazahstan_premier_ministr_rk/finansyi/id-P090000466/

Шундан келиб чиққан ҳолда матрицада акс этган юқори коэффицентли ўзгарувчилар кўп омилли регрессия моделидан чиқариб ташланди. Натижада учта регрессион модель кўрсаткичларини ҳисоблаш амалга оширилди (5-жадвал).

5-жадвал

Регрессион моделлар кўрсаткичларининг натижалари (2010-2017 йиллар маълумоти асосида)¹⁴

| Эрксиз ўзгарувчи (ln_sp) | (1) | (2) | (3) |
|-----------------------------|-----------------------|----------------------------------|-----------------------------------|
| | Йиғма модел | Ўзгармас эффектлар моделли | Тасодифий эффектлар моделли |
| ln_pmr | 0,1895*** (0,0119) | 0,1679*** (0,0122) | 0,1857*** (0,011) |
| ln_bv | 0,9535*** (0,0196) | 0,9483*** (0,0252) | 0,9468*** (0,0197) |
| C(constant) | 0,3655** (0,1676) | 0,4471** (0,2157) | 0,4277** (0,1702) |
| Кузатувлар сони | 72 | 72 | 72 |
| R-квадрат | 0,9757 | 0,9853 | 0,9737 |

Қавслар ичидаги кўрсаткичлар стандарт хатолик Р-қийматдаги, ***P<0,01, **P<0,05, *P<0,1

5-жадвалдаги маълумотлардан учта моделдаги танлаган эрки ўзгарувчиларнинг Р-қиймати 0,001 дан кичик эканлигини кузатиш мумкин. Ушбу кўрсаткич шуни англатадики, биз танлаган ўзгарувчилар, яъни ln_pmr ва ln_bv эрки ўзгарувчилар эрксиз ўзгарувчига бевосита таъсир қилади. Агар биз мазкур эрки ўзгарувчилар бўйича гипотеза тестини ўтказсак, учта моделда ҳам ln_pmr ўзгарувчининг коэффиценти 99 фоизлик статистик муҳим эканлиги кузатилади. Бундан ташқари, ln_bv эрки ўзгарувчи ҳам 99 фоизда статистик муҳим даражасида таъсир этмоқда. Бу шуни англатадики, иккита эрки ўзгарувчи эрксиз ўзгарувчига тўлиқ таъсир этишини ифодалай олади. R-квадратга назар ташласак, учала моделда ҳам қийматнинг 1 га яқинлигини кўриш мумкин. Эконометрика назариясига асосан R-квадрат қиймати қанчалик 1 га яқин бўлса, яратилган регрессион модель стандарт хатолиги тўғри чизиққа яқинлигини англатади.

Бундан хулоса қилиш мумкинки, бошқа омиллар ўзгармас бўлган шароитда эрки ўзгарувчилар, яъни тармоқлардаги акция баланс қийматининг ўсиши ва акциянинг бозор баҳоси ушбу акциянинг номинал баҳоси нисбати коэффицентининг ўсиши «Тошкент» Республика фонд биржасидаги акциялар бозор баҳосининг кўтарилишига олиб келади. Юқоридаги учта моделнинг эконометрик кўринишини қуйидаги формулада кузатиш мумкин.

¹⁴ «Тошкент» РФБ йиллик ҳисоботлари асосида Eviews-9.0 дастури ёрдамида муаллиф томонидан тайёрланган.

1. Йиғма модель

$$\ln_sp_{it} = 0,3654 + 0,1894*\ln_pmr_{it} + 0,9535*\ln_bv_{it} + e_{it} \quad (3)$$

2. Ўзгармас эффектлар модели

$$\ln_sp_{it} = 0,4471 + 0,1679*\ln_pmr_{it} + 0,9483*\ln_bv_{it} + e_{it} \quad (4)$$

3. Тасодифий эффектлар модели

$$\ln_sp_{it} = 0,4277 + 0,1857*\ln_prm_{it} + 0,9468*\ln_bv_{it} + e_{it} \quad (5)$$

Ҳисобланган йиғма, ўзгармас ва тасодифий эффектлар моделларнинг кўрсаткичларига назар ташласак, фарқ жуда катта эмаслигини кузатиш мумкин. Мазкур моделлардан қайси бири яхшироқ эканлигини аниқлаш учун Ж.Хаусман¹⁵ тестидан фойдаланган ҳолда ҳисоб-китоблар амалга оширилди. Хаусман тестига кўра, агар регрессор (мустикал ўзгарувчи) ва эффектлар ўртасида корреляция мавжуд бўлмаса, ўзгармас ва тасодифий эффектлар мавжуд бўлиб, аммо ўзгармас эффектлар самарасиз ҳисобланади. Регрессор ва эффектлар ўртасида корреляцион боғлиқлик мавжуд бўлса, ўзгармас эффектлар мавжуд, лекин тасодифий таъсир мавжуд эмас деб қаралади. Нолинчи гипотеза асосан қуйидаги эконометрик формула билан аниқланади:

$$W = (\beta_{RE} - \beta_{FE})' \Sigma^{-1} (\beta_{RE} - \beta_{FE}) \sim \chi^2(k) \quad (6)$$

Агар W аҳамиятли бўлса, яъни эҳтимоллиги 5 фоиздан кам бўлса, ўзгармас эффектлар модели яхшироқ модель ҳисобланади. Агар мазкур эҳтимоллик кўрсаткичи 5 фоиздан катта бўлса, тасодифий эффектлар модели яхшироқ деб қаралади. Ушбу тестнинг таҳлили қуйидаги жадвалда келтирилган (6-жадвал).

6-жадвал

Хаусман тести натижалари¹⁶

| Ўзгарувчилар | Ўзгармас таъсир (a) | Тасодифий таъсир (b) | Ўзгарувчиларнинг фарқи (a-b) | Эҳтимоллик даражаси |
|--|---------------------|--------------------------------------|------------------------------|---------------------|
| ln_pmr | 0,178147 | 0,185770 | 0,000014 | 0,0438 |
| ln_bv | 0,930400 | 0,946898 | 0,000108 | 0,1127 |
| | | Чи-квадрат (χ^2) статистикаси | Чи-квадрат тақсимоми | Эҳтимоллик даражаси |
| Тасодифий эффектларнинг кросс-секционни (Cross-section random) | | 4,675995 | 2 | 0,0965 |

¹⁵ Hausman, J. A. (1978). "Specification Tests in Econometrics". Econometrica. Vol.46, No.6, pp.1251-1271.

¹⁶ «Тошкент» РФБ йиллик ҳисоботлари асосида Eviews-9.0 дастури ёрдамида муаллиф томонидан тайёрланган.

6-жадвалдаги Хаусман тести натижалари тасодифий эффектлар модели бошқа моделларга нисбатан яхшироқ эканлигини кўрсатмоқда. Тасодифий эффектлар модели яхшироқ эканлиги Р-қиймат эҳтимоллиги кўрсаткичига кўра нолинчи гипотеза ва муқобил гипотеза фаразидан фойдаланиб аниқланди. Унга кўра, нолинчи гипотеза сифатида тасодифий таъсир модели қабул қилиниб, унинг муқобил варианты, яъни ўзгармас таъсир модели рад этилди. Тадқиқотимиздаги Хаусман тестдаги (χ^2)ни статистик муҳимлилик даражаси 5 фоиздан катта бўлгани ва Р-қиймат 0,0965га тенглиги тасодифий эффектлар модели бошқа моделларга нисбатан яхшироқ эканлигини кўрсатади.

Хулоса қилиб айтиш мумкинки, панель маълумотлар асосида учта модель таҳлил қилганда тасодифий эффектлар модели энг мақбули ҳисобланади. Мазкур моделнинг мустақамлигини аниқлаш тести, яъни қолдиқлари ўртасидаги боғлиқлик мавжуд эмаслиги моделнинг прогноз қилиш имконияти мавжуд эканлигидан далолат беради. «Тошкент» Республика фонд биржасида тармоқлар кесимида 2010-2017 йиллар маълумотлари асосида макро ва микро даражадаги ўзгарувчиларнинг акциялар баҳосига таъсири ўрганилганда, тармоқлардаги акцияларнинг баҳосига мазкур акцияларнинг баланс қиймати ва бозор баҳосининг номинал баҳосига нисбати коэффициенти бевосита таъсир қилар экан. Тасодифий эффектлар моделидаги бошқа омиллар ўзгармаган ҳолда тармоқлардаги акциялар баланс қийматининг бир фоизга ўсиши, ушбу тармоқдаги акцияларнинг бозор баҳосини 0,9468 фоизга ўсишига, акциянинг бозор баҳосининг номинал баҳосига нисбати коэффициенти бир фоизга ўсиши, тармоқдаги акциялар бозор баҳосининг 0,1857 фоизга ўсишига олиб келади. Шундан келиб чиққан ҳолда «Тошкент» Республика фонд биржасидаги тармоқлар кесими бўйича акцияларнинг баҳосига таъсир этувчи омилларни баҳолашда тасодифий таъсир моделидан фойдаланиш мақсадга мувофиқ ҳисобланади.

Тадқиқот ишида ишлаб чиқилган илмий таклиф ва амалий тавсиялар бугунги кунда фонд бозорининг ривожланиши ҳамда активларни баҳолаш механизмининг такомиллашишига муайян даражада хизмат қилади.

ХУЛОСА

Фонд бозоридаги активларни баҳолашга оид амалга оширилган изланишларга асосланган ҳолда қуйидаги илмий-услубий ва амалий хулосалар шакллантирилди:

1. Ўзбекистонда фонд бозори рисксиз активлари ҳисобланган корпоратив облигацияларни муомалага чиқариш жараёнларига қўйилган талабларнинг юқорилиги мамлакат қарз бозорининг ривожланмаганлигини англатади. Шунга кўра, акциядорлик жамиятларининг корпоратив облигацияларни эмиссия қилиш билан боғлиқ талабларини соддалаштириш, яъни мазкур жараён билан боғлиқ харажатларнинг қисқартирилиши корпоратив облигациялар бозори ривожланишига олиб келади.

2. Ўзбекистон фонд бозорида акциялар ликвидлиги пастлиги сабабли фонд бозори айланмасида асосий салмоқни тижорат банкларининг акциялари ташкил этмоқда. Бошқа акциядорлик жамиятларининг эса, фонд бозори савдо айланмасидаги улуши пастлигини намоён этмоқда. Шуларни ҳисобга олиб, фонд бозорида иштирок этувчи акциядорлик жамиятларининг йиллик листинг бадалини тўлашда имтиёзлар пакетини шакллантириш фонд бозори ривожланишига кенг имкон яратади.

3. Ривожланган мамлакатларда фонд бозорининг тизимли рискин аниқлаш акциядорлик жамиятлари акцияларининг бозор баҳоси, фонд бозори индекси билан боғлиқ ҳолда амалга оширилади. Ўзбекистонда акциядорлик жамиятларининг фонд бозоридаги акцияларнинг бозор рискин ҳисоблаш усули бугунги кунда мавжуд эмас. Шунга кўра, фонд бозорининг тизимли рискин аниқлашда ривожланган мамлакатлар усулидан фойдаланиш акциядорлик жамиятлари акциялари бозор рисклилиги даражасини холисона баҳолаш имконини беради.

4. «Тошкент» РФБни соҳалар кесимидаги акциядорлик жамиятларининг 2010-2017 йиллар бўйича панель маълумотлари асосида амалга оширилган корреляцион ва регрессион таҳлиллар натижасига кўра, тасодикий эффектлар моделидаги бошқа омиллар ўзгармаган шароитда эрксиз ўзгарувчи, яъни барча соҳалар бўйича акциялар баланс қийматининг бир фоизга ўсиши, акциялар бозор баҳосининг 0,9468 фоизга ўсишига; акция бозор баҳосининг номинал баҳосига нисбати коэффициентининг бир фоизга ўсиши эса, барча соҳалар бўйича акциялар бозор баҳосининг 0,1857 фоизга ўсишига олиб келади. Шуларни ҳисобга олган ҳолда «Тошкент» Республика фонд биржасидаги соҳалар кесими бўйича акцияларнинг баҳосига таъсир этувчи омилларни баҳолашда тасодикий таъсир моделидан фойдаланиш соҳалар кесимида активларни баҳолаш имконини яратади.

5. Милий фонд бозорида молиявий активларни баҳолашда ривожланган мамлакатлардаги каби акциядорлик жамиятларининг молиявий ҳолатини кўрсатувчи коэффициентларнинг қўлланилиши, ўз навбатида, акциядорлик жамиятлари ҳақида инвесторларда тўлиқ, аниқ, шаффоф ва тезкор маълумотга эга бўлиш имконини беради.

6. Ривожланган мамлакатлар фонд бозорларидаги акцияларнинг бозор баҳоси макроиқтисодий кўрсаткичлар билан узвий боғлиқ бўлиб, фонд бозорларидаги ўзгаришлар мамлакат иқтисодиётига бевосита таъсир кўрсатади. Айти пайтда, Ўзбекистонда эса бундай тенденция деярли кузатилмайди. Шунинг учун мамлакатимизда очик бозор операцияларининг ривожлантирилиши фонд бозоридаги активлар баҳосининг макроиқтисодий кўрсаткичларга таъсирини аниқлаш имконини яратади.

**НАУЧНЫЙ СОВЕТ DSc.27.06.2017.I.15.01. ПО ПРИСУЖДЕНИЮ
УЧЕНОЙ СТЕПЕНИ ПРИ БАНКОВСКО-ФИНАНСОВОЙ АКАДЕМИИ
РЕСПУБЛИКИ УЗБЕКИСТАН И ТАШКЕНТСКОМ
ГОСУДАРСТВЕННОМ ЭКОНОМИЧЕСКОМ УНИВЕРСИТЕТЕ**

**ТОШКЕНТСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ ЭКОНОМИЧЕСКИЙ
УНИВЕРСИТЕТ**

ХУДОЙКУЛОВ ХУРШИД ХУРРАМОВИЧ

**СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ МЕХАНИЗМА ОЦЕНКИ АКТИВОВ
ФОНДОВОГО РЫНКА**

08.00.07 – Финансы, денежное обращение и кредит

АВТОРЕФЕРАТ

диссертации доктора философии (PhD) по экономическим наукам

Тошкент – 2018

Тема диссертации доктора философии (PhD) зарегистрирована Высшей аттестационной комиссией при Кабинете Министров Республики Узбекистан за номером В.2017.3.PhD/Iqt.291.

Докторская диссертация выполнена в Ташкентском государственном экономическом университете.

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

Научный руководитель: **Мустафакулов Шерзод Игамбердиевич**
доктор экономических наук

Официальные оппоненты: **Тошмуродова Бувсара Эгамовна**
доктор экономических наук, профессор

Пулатов Дилшод Хакбердиевич
доктор экономических наук

Ведущая организация: **Научно-образовательный центр
Корпоративного управления**

Защита диссертации состоится «___» _____ 2018 года в ___ часов на заседании Научного совета DSc.27.06.2017.I.15.01. при Банковско-финансовой академии Республики Узбекистан и Ташкентском государственном экономическом университете по адресу: 100000, г.Ташкент, ул. Мовароуннахр, 16. Тел.: (+99871) 237-53-25, факс: (+99871) 237-54-01, e-mail: info@bfa.uz.

С диссертацией доктора философии (PhD) можно ознакомиться в Информационно-ресурсном центре Банковско - финансовой академии Республики Узбекистан (зарегистрировано под номером ___). Адрес: 100000, г. Ташкент, ул. Мовароуннахр, 16. Тел.: (+99871) 237-53-25, факс: (+99871) 237-54-01, e-mail: info@bfa.uz.

Автореферат диссертации доктора философии разослан «___» _____ 2018 года (реестр протокола за № ___ от «___» _____ 2018 года).

А.Ш. Бекмурадов

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

У.В. Гафуров

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

Н.М. Махмудов

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

ВЕДЕНИЕ (аннотация диссертации доктора философии (PhD))

Актуальность и востребованность темы диссертации. В период нынешних ускоренных процессов глобализации крупные инвестиционные компании инвестируют в экономику развивающихся стран в два раза больше, чем в развитых странах. Несмотря на быстрый рост инвестиционных потоков в странах с развивающейся экономикой, такие факторы, как капитализация фондовых рынков, прозрачность, ликвидность, изменчивость цен на ценные бумаги, высокие транзакционные издержки усложняют процесс использования оптимальной методики оценки активов. Резкое колебание активов на мировых фондовых рынках объясняется повышением из года в год уровня капитализации фондовых рынков в развивающихся странах. В частности, по состоянию на 2017 год данный показатель вырос на 16,8 % Тайване, 15,7 % в Таиланде, 25,1 % в Южной Корее, 22,6 % в Индонезии, 42,6 % в Турции и 21,1% в Польше¹. Это, в свою очередь, указывает на необходимость использования оптимального метода оценки активов на фондовых рынках этих стран.

Рост потока инвестиций в развивающихся странах требует проведения научных исследований по внедрению современных методов оценки активов фондовых рынков этих стран, определение рыночного бета (β) активов на основе факторов макро и микроуровня, влияющих на активы фондового рынка, диверсификации портфеля ценных бумаг, учитывая безрисковые активы на фондовом рынке и премию за рыночный риск, расчёта ожидаемого дохода, степени воздействия факторов, влияющих на оценку активов.

В настоящее время в Узбекистане проводится широкомасштабная работа по развитию рынка ценных бумаг. В частности, в последние годы в стране создана институциональная основа для развития рынка ценных бумаг. Однако такие случаи как, отсутствие независимого государственного органа по развитию финансового рынка в стране, неэффективность деятельности фондового рынка, в частности, неусовершенствован механизм оценки активов фондового рынка, что препятствует полному использованию возможностей в этой области. Соответственно, в Государственной программе по реализации Стратегии действий по пяти приоритетным направлениям развития Республики Узбекистан в 2017-2021 годах в «Год поддержки активного предпринимательства, инновационных идей и технологий» отдельно выделена задача по «развитию фондового рынка, коренного реформирования государственного управления в сфере, а также обмена повторяющихся излишне контролирующих функций государственных органов и создание единого государственного органа для финансового рынка»².

¹ <http://www.world-exchanges.org/home/index.php/statistics/monthly-reports> маълумотлари.

² Указ Президента Республики Узбекистан №УП-5308 от 28 января 2018 года «О Государственной программе по реализации Стратегии действий по пяти приоритетным направлениям развития Республики Узбекистан в 2017-2021 годах в «Годе поддержки активного предпринимательства, инновационных идей и технологий».

Данное диссертационное исследование в определённой степени послужит решению задач, предложенных в указах Президента Республики Узбекистан №УП-4720 «О мерах по внедрению современных методов корпоративного управления в акционерных обществах» от 24 апреля 2015 года, №УП-4947 «О Стратегии действий по дальнейшему развитию Республики Узбекистан» от 7 февраля 2017 года, №УП-5308 «О Государственной программе по реализации «Года поддержки активного предпринимательства, инновационных идей и технологий» от 28 января 2018 года, постановлении №ПП-2454 «О дополнительных мерах по привлечению иностранных инвесторов в акционерные общества» от 21 декабря 2015 года, а также других нормативно-правовых актах.

Соответствие исследований приоритетных направлений развития науки и технологий республики. Данное диссертационное исследование выполнено в соответствии с приоритетными направлениями развития науки и технологий республики I. «Духовно-нравственное и культурное развитие демократического и правового общества, формирование инновационной экономики».

Степень изученности проблемы. Научно-теоретические, методологические и практические проблемы оценки активов фондового рынка были изучены в научных работах таких учёных, как Г.Марковиц, Ж.Тобин, У.Шарп, Ж.Линтер, Я.Мосин, Ж.В.Дуглас, М.Е.Блум, Ф.Блэк, М.Женсен, М.Скоулз, Ж.Макбет, С.Басу, Р.Бенз, Д.Стантман, Б.Розенберг, Р.Мертон, С.Росс, Ж.Кэмпбелл, Э.Фама, К.Френч, Т.Ассефа, О.Эскида ва А.Моллик³.

В научно-исследовательских работах данных учёных раскрыты существующие проблемы развития фондового рынка и оценки их активов. В частности, в научном исследовании Г.Марковица впервые основана теория современного портфеля, разработаны научные рекомендации, связанные с механизмом оценки активов на фондовом рынке. У. Шарп обосновал в модели оценки активов фондового рынка влияние рыночного индекса на

³ Harry Markowitz (1952). «Portfolio Selection» The Journal of Finance, Vol. 7, No. 1. pp. 77-91; Tobin.J. (1958). Liquidity Preference as Behaviour Towards Risk. The Review of Economic Studies, Vol.25, No.2, pp.65-86; Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. Journal of Finance, Vol.19, No.3, pp. 425-442; Lintner, J. (1965). The Valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets. The Review of Economics and Statistic, Vol.47, No.1, pp.13-37;Mossin.J (1966). Equilibrium in a Capital Asset Market, Vol.34, No 4, pp.768-783; Douglas, G.W. (1969), «Risk in the Equity Markets: An Empirical Appraisal of Market Efficiency», Yale Economic Essays, Vol.9, No.1, pp 3-45;Blume, M.E., (1970). Portfolio theory: A step toward its practical application. Journal of Business, Vol. 43, No.1, pp. 152-173; Black, F., Jensen, M., and Scholes, M. (1972) The Capital Asset Pricing Model: Some empirical tests. Studies in the Theory of Capital Markets. Ed. New York: Praeger Publishers;Fama, E.F. and MacBeth, J.D. (1973) 'Risk, return and equilibrium: empirical tests', The Journal of Political Economy, Vol. 81, No.3, pp. 607-636;Basu, S. (1977). Investment Performance of Common Stocks in Relation to their Price-Earnings Ratios: A Test of the Efficient Market Hypothesis, Journal of Finance, Vol.32, No.1, pp. 663-682;Banz, R. W. (1981). The Relationship between Return and Market Value of . Common Stock, Journal of Financial Economics, Vol.9, No.1, pp. 3-18;Stattman, D. (1980) Book Values and Stock Returns, The Chicago MBA: A Journal of Selected papers, Vol. 4, No.1, pp.25-45;Rosenberg, B., Reid, K. and Lanstein, R. (1985) Persuasive evidence of market inefficiency, Journal of Portfolio Management, Vol. 11, No. 3, pp.9-17; Robert C. Merton (1973). An Intertemporal Capital Asset Pricing Model. Econometrica, Vol. 41, No. 5, pp. 867-887; Ross, Stephen A., (1976). «The arbitrage theory of capital asset pricing», Journal ofEconomic Theory Vol.13, No.3, pp. 341-360; Campbell, John Y. 1993. Intertemporal asset pricing withoutconsumption data. American Economic Review 83(3): pp.487-512;Fama, E., & French, K. (1993). «Common risk factors in the returns on stocks and bonds. Journal of Financial Economics», Vol.33, No.1, 3-56;Assefa. T.A, Esqueda.A.O, Mollick.A.V (2017). Stock returns and interest rates around the World: A panel data approach. Journal of Economics and Business, Vol.89, No.1, pp.20-35

активы, более усовершенствовал механизм их оценки. Впоследствии среди ряда ученых-экономистов возникли различные дискуссии и разногласия в оценке активов финансового рынка, и проведенные научные исследования Э.Фама и К.Френча сыграли важную роль в решении данных разногласий. В выдвинутой ими теории они доказали, что кроме рыночных индексов на активы фондовых рынков также влияют и многие другие факторы.

Теоретические, методологические и практические аспекты оценки активов фондового рынка также проводились и узбекскими учёными-экономистами как, Ш.Ш.Шохаъзамий, Л.И.Бутиков, М.Б.Хамидулин, Н.Ф. Каримов, Ш.И.Мустафакулов, Х.А.Курбонов и У.А. Бурхонов⁴.

В частности, Ш.Ш.Шохаъзамий утверждает, что применение теории моделей оценки активов для совершенствования анализа ценных бумаг является целесообразным, а Н.Ф. Каримов, в свою очередь, уделил особое внимание в своих исследованиях уделил теории оценки активов, указав при этом, что при нынешней практике теория У.Шарпа намного предпочтительней, чем теория Г.Марковица.

Х.А.Курбонов разъясняет в своих научных исследованиях, что модель оценки финансовых активов имеет важное практическое значение для определения общей стоимости капитала компании и определения уровня дохода, необходимой для реализованных в рамках его инвестиционных проектов, в то время как У.А. Бурхонов интерпретирует необходимость использования кредитной модели страны и скорректированной модели САРМ (Capital asset pricing model) при оценке активов в условиях Узбекистана.

Несмотря на то, что вопросы оценки активов фондового рынка в научных исследованиях вышеупомянутых ученых-экономистов были теоретически охвачены, однако, отсутствие достаточного изучения по оценке активов, с учетом различных факторов, влияющих на активы фондового рынка страны, а также, отсутствие комплексных научных исследований в области определения ожидаемых доходов от активов фондового рынка с учётом безрисковых активов стало основой для выбора темы данного исследования.

Связь темы диссертации с научно-исследовательскими работами высшего учебного заведения, где выполнена диссертация. Тема диссертации была включена в план научно-исследовательских работ Ташкентского государственного экономического университета и выполнена

⁴ Шохаъзамий Ш.Ш Методологические основы и приоритеты стратегического развития рынка ценных бумаг в Узбекистане. Автореферат Т., 2011г 1-42 с; Шохаъзамий Ш.Ш Молия бозори ва қимматли қоғозлар дарслик Т., ТФИ. 2012, 440-б; Бутиков Л.И. Проблемы формирования и функционирования рынка ценных бумаг в Узбекистане Автореферат Т.,-2008, 1-41 с; Бутиков Л.И. Рынок ценных бумаг. Учебник. – Т.: Консаудитинформ, 2001-472 с; Каримов Н.Ф. Иқтисодий интеграциялашув шароитида инвестицияларни молиялаштиришнинг бозор механизмларини жорий этиш муаммолари Автореферат, Т,- 2007, 1-40 б; Ш.И. Мустафакулов «Ўзбекистонда инвестицион муҳит жозибадорлигини оширишнинг илмий-услугий асосларини такомиллаштириш» Автореферат, Т,- 2017, 1-30-б; Каримов Н.Ф. ва Хожиматов Р.Х. Инвестицияни ташкил этиш ва молиялаштириш Дарслик. –Т.: ТДИУ, 2011, 771-787 б; Хамидулин Б. М. Развитие финансового механизма корпоративного управления. – Т.: Молия, 2008, – 204 с; Курбонов Х. А Корпоративные финансы Тошкент: Иқтисод-Молия 2007, 184 б; Burkhanov. U Investment valuation in emerging markets: opportunities & specific factors Тошкент: 2013, Иқтисодиёт ва инновацион технологиялар илмий электрон журнали. № 7, pp 1-9.

в рамках стратегического направления по теме «Научные основы координации финансовой, банковской и учётных систем в условиях модернизации экономики», рассчитанная на 2013-2018 годы.

Целью исследования является разработка научно и методически обоснованных предложений и практических рекомендаций по совершенствованию механизма оценки активов на фондовом рынке Узбекистана.

Задачи исследования:

изучение научно-теоретических основ финансовых активов фондового рынка и их моделей оценки;

анализ процесса оценки активов, которые находятся в обращении на фондовой бирже «Тошкент», выявление возможностей использования передового зарубежного опыта в оценке этих активов;

выявление существующих проблем в оценке активов фондового рынка в Узбекистане и изучение путей их решения;

оценка факторов влияющих на активы фондового рынка Узбекистана на основе эконометрических моделей;

разработка научно обоснованных предложений и рекомендаций по перспективным направлениям оценки активов фондового рынка.

Объектом исследования является процесс оценки активов на Республиканской фондовой бирже «Тошкент».

Предметом исследования являются экономические отношения, возникающие в процессе оценки активов фондового рынка.

Методы исследования. При решении задачи исследования использовались методы: научной абстракции, экономико-математического моделирования, группировки статистических данных, сравнительного анализа, выборочного наблюдения, корреляционного и регрессионного анализа.

Научная новизна исследования заключается в следующем:

разработан метод расчета системного риска рынка с целью определения ожидаемого дохода от акций акционерных обществ, участвующих на фондовом рынке;

обоснован способ, который является наиболее эффективным в продаже каждой акции на биржевых торгах в виде одного лота, что предоставит возможность для более точного определения рыночной стоимости акций на фондовом рынке;

разработано предложение об усовершенствовании механизма путём введения дополнительного порядка объявления через биржу основной информации и параметров эмиссии среднесрочных казначейских обязательств в действующий порядок биржевых торгов среднесрочными казначейскими обязательствами;

разработан упрощенный порядок эмиссии корпоративных облигаций, влияющих на значительное снижение эмиссионных затрат акционерных обществ, участвующих на фондовом рынке.

Практический результат исследования:

разработан метод определения коэффициента рыночной беты (β), являющегося системным риском на фондовом рынке;

обоснованы пути совершенствования механизма купли-продажи, который влияет на формирование цены активов фондового рынка;

раскрыта сущность процесса оценки активов фондового рынка и влияние корпоративных облигаций и казначейских обязательств на ожидаемый доход от активов на фондовом рынке;

проведен эконометрический анализ на основе оценки факторов, влияющих на рыночную цену активов в разрезе отраслей на фондовом рынке и выявлена степень их влияния.

Достоверность результатов исследования. Надежность результатов, полученных в диссертационной работе, определяется их сравнительным и критическим анализом научно-теоретических мнений известных ученых-экономистов на оценку активов фондовых рынков, изучением и обобщением передового международного опыта, результатами экспертной оценки и анализа оценки активов фондового рынка, а также обоснованность официальных источников престижных национальных и международных организаций, в том числе, статистических данных Министерства финансов Республики Узбекистан и Республиканской фондовой биржи «Тошкент».

Научно-практическое значение результатов исследования. Научная значимость результатов исследования заключается в возможности их использования при проведении научных исследований, посвящённых совершенствованию механизма оценки активов фондового рынка в ближайшей и среднесрочной перспективе стратегии развития.

Практическая значимость результатов исследования заключается в возможности их использования при разработке концепции развития финансового рынка, при разработке принимаемых законов и подзаконных актов по привлечению в фондовый рынок свободных денежных средств отечественных и иностранных инвесторов, Указов и Постановлений Президента Республики Узбекистан, Постановлений Кабинета Министров, а также других нормативных документов, касающихся данной области.

Внедрение результатов исследований. Разработанные теоретические, практические и методологические предложения и рекомендации по совершенствованию механизма оценки активов фондового рынка были приняты для внедрения их в практику. В результате было выявлено следующее:

в целях усовершенствования методологии оценки активов фондового рынка было предложено принятие во внимание как альтернативный источник совершенствование порядка эмиссии казначейских обязательств и привлечение капитала, и данное предложение использовано в инструкции Министерства финансов Республики Узбекистана «О порядке размещения, обращения и оплаты государственных среднесрочных денежных обязательств Республики Узбекистан» (справка Министерства финансов Республики Узбекистана за №ЁТ/20-03-31-12-82/2241 от 14 декабря 2017

года). В результате внедрения данного предложения, в свою очередь, повышена возможность определения ожидаемого дохода от активов фондового рынка;

предложения по упрощению требований ввода в обращение корпоративных облигаций, являющихся относительно безрисковыми активами на фондовом рынке, были использованы в «Концепции развития среднего и долгосрочного финансового рынка» (справка Государственного комитета Республики Узбекистан по поддержке приватизированных предприятий и развития конкуренции за №654/02-29 от 17 марта 2017 года). В результате внедрения данного предложения в практику было выявлено, что данное предложение обеспечило развитие безрисковых активов на фондовом рынке и совершенствованию механизма оценки активов на фондовом рынке;

предложение по осуществлению купли-продажи каждой акции в виде одного лота в целях оценки активов фондового рынка было внедрено в практику Республиканской фондовой биржи «Тошкент» (справка Республиканской фондовой биржи «Тошкент» за №01/08-07-482 от 12 апреля 2017 года). В результате внедрения данного предложения и содействия в определении рыночной стоимости активов на фондовом рынке, биржевые сделки по купле-продаже ценных бумаг на фондовом рынке увеличились на 10 %;

разработанное предложение по методу расчёта системного риска рынка в целях определения ожидаемого дохода от акций акционерных обществ, участвующих на фондовом рынке внедрено в практику Республиканской фондовой биржи «Тошкент» (справка Республиканской фондовой биржи «Тошкент» за №01/08-07-482 от 12 апреля 2017 года). В результате внедрения данного научно-практического нововведения усовершенствован метод оценки акций акционерных обществ фондового рынка и созданы возможности выявления ликвидных активов на фондовом рынке.

Апробация результатов исследования. Результаты данного исследования были обсуждены на 7 научно-практических конференциях, в том числе, в 2-х республиканских и в 5-х международных.

Публикация результатов исследований. По теме диссертации издано всего 17 научных работ, в том числе 5 научные статьи в журналах, рекомендованные Высшей аттестационной комиссией Республики Узбекистан, 2 научные статьи в престиж зарубежных журналах.

Структура и объем диссертации. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения и списка использованной литературы. Объем диссертации составил 154 страниц.

ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ ДИССЕРТАЦИИ

В **Введении** обоснованы актуальность и востребованность темы диссертации, сформулированы цель, задачи, объект и предмет исследования, показано соответствие исследования приоритетным направлениям развития науки и технологий республики, изложены научная новизна, достоверность

полученных результатов, раскрыта теоретическая и практическая значимость результатов исследования, приведены сведения о внедрении результатов исследования в практику, опубликованных работах и структуре диссертации.

В первой главе диссертации «**Теоретико-методологические основы оценки активов фондового рынка**» в научно-теоретическом и методологическом аспекте раскрыты эволюция научно-теоретических положений по оценке активов фондового рынка, научно-теоретические подходы и сравнительный анализ моделей оценки активов фондового рынка, организационно-правовые основы для оценки активов фондового рынка Узбекистана.

Автором обосновано применение современного метода оценки активов в фондовых рынках, взаимосвязь между ожидаемым доходом от активов фондового рынка, фондовым рыночным риском, риском ценных бумаг и ожидаемым от них доходом, диверсификация портфеля, внешние и внутренние факторы, влияющие на ожидаемый доход от активов фондового рынка в активно развивающихся странах (рисунок 1).

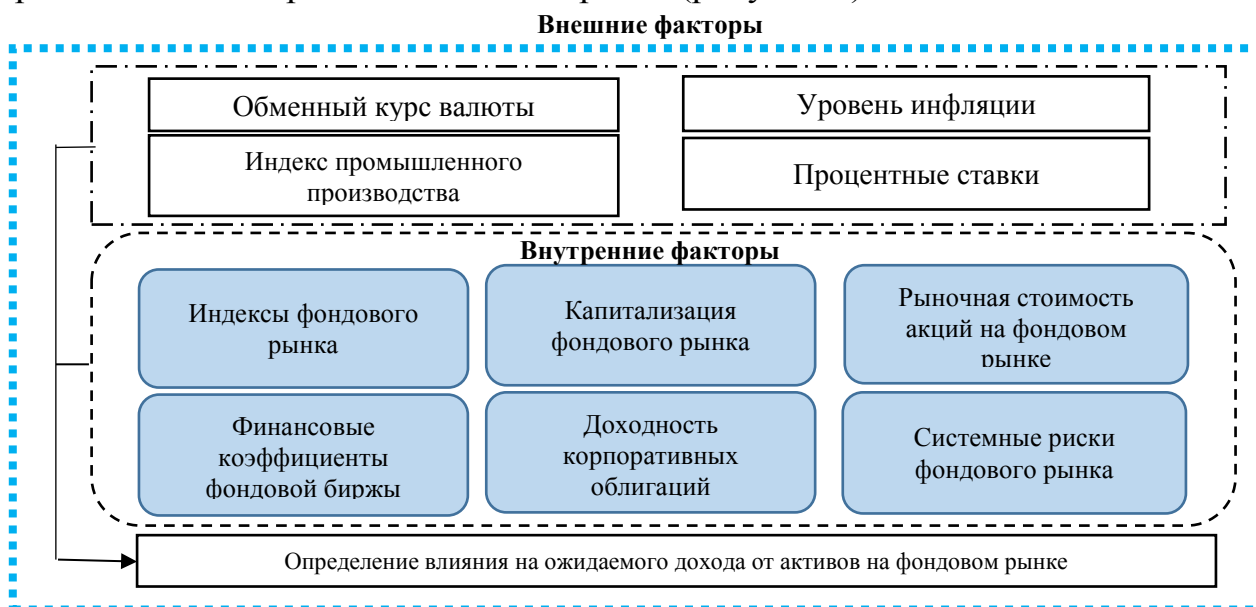


Рисунок 1. Внутренние и внешние факторы, влияющие на оценку активов фондового рынка⁵

Принимая во внимание данные аспекты, автором сформулировано определение оценки активов фондового рынка на основе изучения исследований зарубежных и отечественных учёных-экономистов по оценке активов фондового рынка. Согласно данному определению, оценка активов фондового рынка заключается в выявлении ожидаемого дохода от активов посредством внутренних и внешних факторов, напрямую влияющих на активы фондового рынка на основе эмпирических, корреляционных и регрессионных методов. Важным аспектом является изучение взаимосвязи между ожидаемым доходом и риском ценных бумаг на основе теории оценки активов фондового рынка.

⁵ Разработано автором

На сегодняшний день учёными мира созданы несколько моделей оценки активов на фондовом рынке, и автор в своих исследованиях провёл научно-теоретический анализ наиболее важных и часто применяемых моделей оценки активов альтернативного фондового рынка (таблица 1). Однако во многих странах модель САРМ широко используется при оценке активов на фондовом рынке при выборе портфеля ценных бумаг и оценке рыночного риска.

Таблица 1

Альтернативные модели оценки активов фондового рынка⁶

| |
|---|
| 1. Модель оценки финансовых активов ноль-бета (β) (zero-beta Capital Asset Pricing Model) |
| $ER_i = ER_z + \beta_i(ER_m - ER_z)$ |
| 2. Внутренняя межвременная модель оценки финансовых активов (Intertemporal Capital Asset Pricing Model) |
| $E(r_i) - r_f = \beta_{iM}[E(r_M) - r_f] + \sum_{s=1}^S \beta_{is} [E(r_s) - r_f]$ |
| 3. Модель арбитражной оценки (Arbitrage Pricing Model) |
| $E(r_i) - r_f = \beta_1(r_{factor1} - r_f) + \dots + \beta_n(r_{factor n} - r_f)$ |
| 4. Модель оценки финансовых активов, основанная на потреблении (Consumption-based capital asset pricing model) |
| $ER_i = r_f + \beta_{ic}(ER_m - r_f)$ |
| 5. Трёхфакторная модель Фама-Френча оценки финансовых активов (Fama and French three factor Model) |
| $E(R_i) - R_f = \beta_{im}E(R_m - R_f) + \beta_{iSMH}E(SMH) + \beta_{iHML}E(HLM)$ |

Сегодня в Узбекистане используются денежные потоки со скидкой в оценке активов фондового рынка, а именно, дисконтный метод. Однако, при оценке капитала акционерных обществ широко используются кумулятивный метод денежных потоков. Определение стоимости капитала на фондовом рынке развивающихся стран осуществляется оценкой сравнения ставки государственных ценных бумаг с уровнем безрисковых активов. В Узбекистане эта оценка проводится методом кумулятивного создания, при этом сравнивается ставка рефинансирования Центрального банка с уровнем безрисковых активов. На наш взгляд, данная ситуация объясняется неразвитостью рынка государственных ценных бумаг и корпоративных облигаций на фондовом рынке страны.

Поэтому было бы целесообразно использовать метод оценки капитала при оценке активов акционерных обществ на фондовом рынке в стране.

⁶ Разработано автором.

Принимая во внимание, уровень дохода государственных ценных бумаг и процентный уровень корпоративных облигаций в качестве уровня безрисковых активов в методе оценки капитала позволит оценить активы на фондовом рынке.

Во второй главе диссертации «Анализ текущего состояния оценки активов фондового рынка» раскрыта практика оценки активов на фондовом рынке Узбекистана, анализ модели оценки активов на фондовом рынке в развитых странах, а также возможности использования передового зарубежного опыта оценки активов фондового рынка в Узбекистане.

Основываясь на проведенные научные исследования в нашей диссертационной работе, из приведенных данных таблицы 2 видно, что торговля акциями банковского сектора занимает большое место в общем объеме оборота фондового рынка. Таким образом, доля банков в 2012 году составляет 67,5%, а в 2017 году - 86,6%, тем самым занимает главное место. В частности, мы можем наблюдать, что доля аграрного сектора в анализируемом периоде в среднем стабильно составляла около 6-7%, а в 2017 году - 8%. В свою очередь, также можно отметить, что доля лизинга, страхования и строительства значительно снизилась за анализируемый период. Также видно, что за данный период доля оборота акций других отраслей значительно снизилась с 14,8% в 2012 году до 3,5%.

Таблица 2

**Удельный вес оборота акций разных отраслей в обороте
Республиканской фондовой биржи «Тошкент»⁷**

| Показатели | 2012 год | | 2013 год | | 2014 год | | 2015 год | | 2016 год | | 2017 год | |
|--------------------|--------------|--------------|-------------|--------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | млрд. сум | в процентах | млрд. сум | в процентах | млрд. сум | в процентах | млрд. сум | в процентах | млрд. сум | в процентах | млрд. сум | в процентах |
| Банк | 74,7 | 67,5 | 37,6 | 65,8 | 77,3 | 86,6 | 133,8 | 91,1 | 151,8 | 51,3 | 254,6 | 86,1 |
| Промышленность | 3,2 | 2,9 | 3,9 | 6,8 | 1,5 | 1,7 | 0,5 | 0,3 | 73,7 | 24,9 | 0,8 | 0,3 |
| Агропромышленность | 7,1 | 6,4 | 3,4 | 6,0 | 2,6 | 2,9 | 5,4 | 3,7 | 14,9 | 5,0 | 23,7 | 8,0 |
| Лизинг | 3,7 | 3,3 | 3,7 | 6,5 | 0,2 | 0,2 | 0,1 | 0,1 | 0,4 | 0,1 | 3,0 | 1,0 |
| Страхование | 3,6 | 3,3 | 2,9 | 5,1 | 2,4 | 2,7 | 0,9 | 0,6 | 2,6 | 0,9 | 1,5 | 0,5 |
| Строительство | 3,5 | 3,2 | 2,2 | 3,9 | 2,0 | 2,2 | 3,1 | 2,1 | 3,5 | 1,2 | 1,6 | 0,5 |
| Другие | 14,8 | 13,4 | 3,4 | 6,0 | 3,30 | 3,7 | 3,1 | 2,1 | 48,9 | 16,5 | 10,4 | 3,5 |
| Всего | 110,6 | 100,0 | 57,1 | 100,0 | 89,3 | 100,0 | 146,9 | 100,0 | 295,8 | 100,0 | 295,6 | 100,0 |

⁷ Подготовлено автором на основе сведений Республиканской фондовой биржи «Тошкент».

В результате исследования был определен рыночный коэффициент бета (β) акций пяти акционерных обществ, активно участвующих на Республиканской фондовой бирже «Тошкент». В соответствии с этим коэффициент бета (β) рынка представляется следующим образом:

$$\beta = \frac{COV(r_i r_m)}{\sigma_m^2}, \quad (1)$$

здесь:

β - коэффициент бета;

r_i – доход акции;

r_m – доход рынка;

σ_m^2 – дисперсия дохода рынка.

Основываясь на приведенную выше формулу, нами был определён системный рыночный риск акций пяти акционерных обществ, активно действующих на фондовом рынке (таблица 3).

Таблица 3

Коэффициент рыночной беты (β) акционерных обществ активно действующих в РФБ «Тошкент» (по состоянию на 2017 год)⁸

| Акционерные общества | Коэффициент рыночной беты (β) |
|-----------------------------|---|
| АКБ «Узпромстройбанк» | 0,136 |
| АО «Узметкомбинат» | 1,209 |
| АО «Ахангаранцемент» | 0,867 |
| АО «Кизикумцемент» | 0,118 |
| АО «Алском» | 0,181 |

Как можно заметить из таблицы 3, рост дохода акций АКБ «Узпромстройбанк» связан с ростом рыночного индекса, и уровень рыночного риска акций является низким. Согласно закону определения коэффициента бета, если коэффициент бета (β) составляет $0 < \beta < 1$, то существует связь между ценой акций и рыночным индексом, но уровень риска акции на фондовом рынке является низкой. В частности, рыночный риск акций АО «Узметкомбинат» высок, т.е. мы можем видеть, что коэффициент рыночного бета (β) составляет 1,209 пунктов. Поскольку коэффициент рыночного бета (β) показывает, что уровень риска акции в два раза превышает рыночный риск. Исходя из этого, риски акций АО «Ахангаранцемент» на фондовом рынке высоки. Потому что коэффициент рыночного бета (β) равен 0,867, что указывает на высокий риск акции на фондовом рынке. Следовательно риск акций АО «Кызылкумцемент» на фондовом рынке низок, так как бета (β) его акций составляет 0,118. А акции

⁸ Подготовлено автором на основе сведений Республиканской фондовой биржи «Тошкент».

АО «Алском» находятся на низком уровне риска, поскольку рыночная (β) бета акций составляет 0,181. Определив в исследовании положительную рыночную бету (β) акций, вычислим ожидаемый доход от этих акций с использованием модели финансовых активов. Формулу ожидаемого дохода от акции сформулируем следующим образом:

$$\text{ОДА} = P_{\phi} + \beta(\text{Бд} - P_{\phi}) \quad (2)$$

здесь:

ОДА – ожидаемый доход от акции;

P_{ϕ} - уровень доходности безрисковых активов;

β - коэффициент бета;

Бд - общий уровень доходности рынка (средняя норма доходности на рынке).

В приведенной ниже таблице представлены расчёты ожидаемого дохода от акций акционерных обществ, имеющих рыночной коэффициент бета (β) (таблица 4).

Таблица 4

**Ожидаемый доход от акций акционерных обществ РФБ «Тошкент»
(по состоянию на 2017 год)⁹**

| Показатели | АКБ «Узпромстрой банк» | АО «Узметкомбинат» | АО «Ахангаранцемент» | АО «Кизикумцемент» | АО «Алском» |
|---|------------------------|--------------------|----------------------|--------------------|-------------|
| Уровень безрисковых активов по ставке рефинансирования | 14 | 14 | 14 | 14 | 14 |
| Уровень безрисковых активов по процентной ставке доходности государственных среднесрочных казначейских обязательств | 3,4 | 3,4 | 3,4 | 3,4 | 3,4 |
| Уровень безрисковых активов по процентной ставке доходности корпоративных облигаций | 9 | 9 | 9 | 9 | 9 |
| Коэффициент бета (β) | 0,136 | 1,206 | 0,867 | 0,118 | 0,181 |
| Общий уровень доходности рынка | 0,01 | 0,01 | 0,01 | 0,01 | 0,01 |
| Ожидаемый доход от акций (со ставкой рефинансирования) | 13,98 | 12,56 | 13,26 | 13,99 | 13,97 |
| Ожидаемый доход от акций (с государственными среднесрочными казначейскими обязательствами) | 3,38 | 1,96 | 2,66 | 3,39 | 3,37 |
| Ожидаемый доход от акций (с корпоративными облигациями) | 8,98 | 7,56 | 8,26 | 8,99 | 8,97 |

⁹ Подготовлено автором на основе сведений Республиканской фондовой биржи «Тошкент».

Средневзвешенность ежедневных колебаний рыночного индекса РФБ «Тошкент» с 2012 по 2017 годы показывает общий уровень доходности рынка. Среднесрочные казначейские обязательства государства и государственные облигации являются безрисковыми активами. Однако в связи с эмиссией в последние годы среднесрочных казначейских обязательств государства в качестве безрискового актива использовались корпоративные облигации и ставка рефинансирования. Как показывают анализы в таблице 4, при принятии ставки рефинансирования в качестве уровня безрискового актива ожидаемый доход от акций АКБ «Узпромстройбанк» в течение следующих шести лет (2012-2017 годы) составил 13,98 %, АО «Узметкомбинат» - 12,56 %, АО «Ахангаранцемент» - 13,26 %, АО «Кызылкумцемент» - 13,99 %, АО «Алском» - 13,97 %.

Следует отметить, что в развитых странах при расчете ожидаемого дохода от акций в качестве безрисковых активов принимаются среднесрочные казначейские обязательства государства и корпоративные облигации. При расчёте ожидаемого дохода от акций, учитывая при этом, что показатель дохода среднесрочных казначейских обязательств в 2012 году составил 3,4 %, то можно увидеть ожидаемый доход у АКБ «Узпромстройбанк банк» - 3,38 %, ОА «Узметкомбинат» - 1,96 %, АО «Ахангаранцемент» - 2,66 %, АО «Кызылкумцемент» - 3,39 %, АО «Алском» - 3,37 %. В случае применения годового дохода корпоративных облигаций в 9 % для безрисковых активов, то при расчёте ожидаемого дохода от акций у АКБ «Узпромстройбанк банк» - 8,98 %, ОА «Узметкомбинат» - 7,56 %, АО «Ахангаранцемент» - 8,26 %, АО «Кызылкумцемент» - 8,99 %, АО «Алском» - 8,97 %.

Исходя из анализов можно сделать вывод, что на фондовом рынке страны безрисковые активы, а именно, государственные казначейские обязательства и корпоративные облигации не развиты. Поскольку активы фондового рынка оцениваются с учётом безрисковых активов. Сегодня пассивность казначейских обязательств и государственных облигаций на фондовом рынке, препятствует оценке их активов. Поэтому, на наш взгляд, целесообразно ускорить выпуск в обращение безрисковых активов.

В третьей главе диссертации **«Пути совершенствования механизма оценки активов фондового рынка в Узбекистане»** изложены существующие проблемы в оценке активов фондового рынка и способы их решения, оценка активов фондового рынка в Узбекистане путём эконометрических моделей и пути её совершенствования, а также перспективные направления оценки активов фондового рынка.

Рынок ценных бумаг в Узбекистане находится на стадии своего развития, поэтому можно утверждать, что имеются некоторые проблемы с оценкой акций активов на фондовом рынке. По нашему мнению, основными проблемами в оценке активов на Республиканской фондовой бирже «Тошкент» являются:

неразвитость рынка корпоративных облигаций и государственных ценных бумаг, являющихся безрисковыми активами;

продажа каждой акции акционерных обществ, вошедших в листинг биржи, не по форме одного лота¹⁰;

низкая доходность фондовой биржи;

наличие чрезмерно высоких требований к специальным правилам биржи в виде конкретных указаний листинга и условий продажи по акциям акционерных обществ;

использование единственного кумулятивного метода дисконтирования при определении стоимости капитала акционерных обществ фондовой биржи;

не рассчитываются специальные (book-to-market ratio, price-to-book ratio, price-earnings ratio) коэффициенты, влияющие на рыночную стоимость акций акционерных обществ на фондовой бирже.

Оценивая активы фондового рынка в Узбекистане, можно наблюдать неразвитость рынка корпоративных облигаций. В 2012 году рынок корпоративных облигаций составил 35,2 % от оборота фондового рынка, а к 2017 году этот показатель резко сократился и составил всего 1,1 %¹¹. Активными эмитентами на рынке корпоративных облигаций, являются: Узпромстройбанк, Капиталбанк, Микрокредитбанк, Агробанк, Банк Асака, Ипотека банк, Ипак йули и Траст банк. Как можно отметить, основными эмитентами фондовой биржи являются банки, а другие акционерные общества за данный период не выпустили ни одной корпоративной облигации. Так как, фактические требования к выпуску корпоративных облигаций создают ряд трудностей. В ходе исследования был изучен порядок выпуска в обращение корпоративных облигаций в таких странах как Китай, Тайван, Россия и Беларусь и разработаны предложения по применению передового зарубежного опыта в Узбекистане. В соответствии с этим, целесообразно принятие во внимание акционерными обществами при выпуске в обращение корпоративных облигаций следующих ситуаций:

выпуск в обращение корпоративных облигаций акционерных обществ, имеющих положительное заключение аудиторской организации за предыдущий финансовый год;

отмена требований об утверждении заключения аудиторской организации о положительных показателях рентабельности, платежеспособности, финансовой устойчивости и ликвидности за последние три года для выпуска акционерными обществами в обращение корпоративных облигаций;

отмена действующих требований по использованию независимой рейтинговой оценочной услуги для выпуска корпоративных облигаций акционерными обществами.

Неразвитость рынка государственных ценных бумаг в нашей стране также создает определенные трудности при оценке активов фондового рынка. В последние годы явно проявляется, что реализована эмиссия

¹⁰ Лот – это условная единица купли-продажи акции на фондовом рынке.

¹¹ проанализировано автором на основе сведений сайта <https://www.uzse.uz/analytics>.

среднесрочных казначейских обязательств государства на рынке государственных ценных бумаг, и они были выпущены в основном для погашения основных долгов государства.

Механизм эмиссии, размещения и продажи среднесрочных казначейских обязательств государства можно выразить следующим образом (рис. 2).

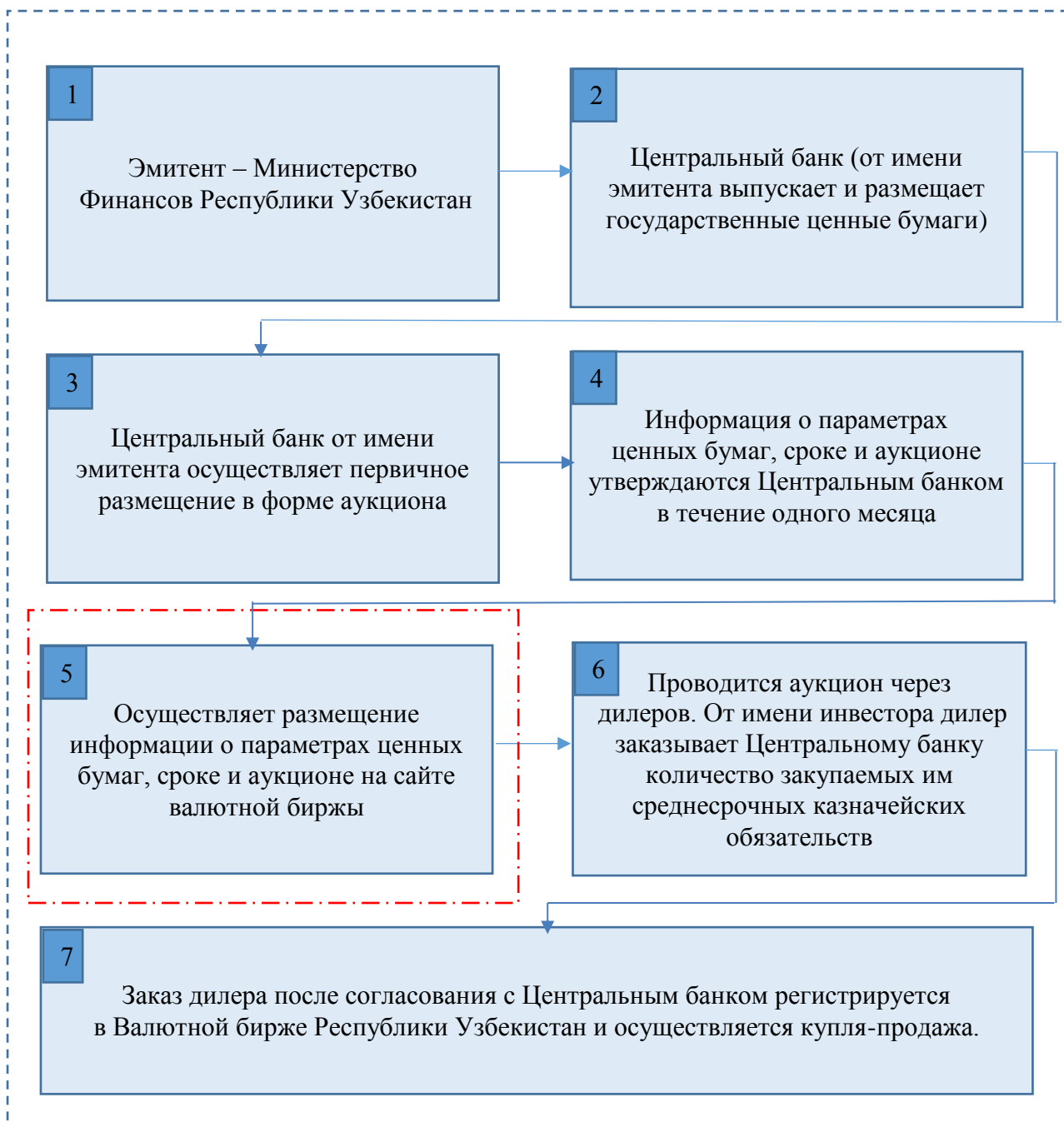


Рисунок 2. Механизм эмиссии и размещения государственных среднесрочных казначейских обязательств¹³

На рисунке 2 можно заметить, что механизм эмиссии и размещения среднесрочных казначейских обязательствах государства недостаточно прозрачен. Причина заключается в том, что Центральный банк за месяц

¹³ Разработано автором

объявляет параметры, сроки и информацию об аукционе ценных бумаг, однако данная информация не будет размещена на официальном сайте Валютной биржи Республики Узбекистан. При изучении законодательных документов других стран, в частности, Казахстана выяснилось, что все параметры казначейских обязательств государства могут быть объявлены на официальном сайте биржи¹².

Исходя из этого, целесообразно размещение параметров среднесрочных казначейских обязательств государства и информации об аукционе на сайтах фондовой биржи. В результате повышает прозрачность государственных ценных бумаг для инвесторов. Будет обеспечена свободная продажа среднесрочных казначейских обязательств. Увеличивается интерес юридических лиц к покупке среднесрочных казначейских обязательств. Кроме того, инвесторы получают полную и точную информацию по среднесрочным казначейским обязательствам.

Результаты диссертации показывают, что процесс купли-продажи акций акционерных обществ на Республиканской фондовой бирже «Тошкент» осуществляется в форме одного лота независимо от количества этих акций. Это приводит к определённым трудностям при определении уровня рыночного риска акций на фондовом рынке. В практике развитых стран купля-продажа каждой акции осуществляется в виде одного лота. Поэтому целесообразно, чтобы купля-продажа каждой акции на фондовой бирже осуществлялась в виде одного лота. В результате этого появится возможность точного выявления системных рисков, ожидаемых от активов рынка.

В диссертации проведены анализы по факторам, влияющих на стоимость акций акционерных обществ, включённых в листинг РФБ «Тошкент», и их корреляционной связи. Собранные данные, включая панельные данные, в качестве панельных единиц были отражены сведения в разрезе 2010-2017 годы банков, лизинговых, страховых, агропромышленных, промышленных, социальной сферы, строительства и других отраслей РФБ «Тошкент».

На основе панельных данных создана матрица корреляционных переменных. Так как, в исследовании была поставлена цель формирования многофакторной линейной функции на основе панельных данных. Однако существует корреляционная связь между зависимыми переменными при формировании многофакторной функции, что, в свою очередь, создает проблему мультиколлинеарности. В результате теряется влияние зависимой переменной, которая оказывает основное влияние на независимую переменную.

Исходя из этого, переменные с высокими коэффициентами, отражённых в матрице, были исключены из многофакторной регрессионной модели. В результате были осуществлены расчёты трёх показателей регрессионной модели (таблица 5).

¹² https://tengrinews.kz/zakon/pravitelstvo_respubliki_kazahstan_premier_ministr_rk/finansyi/id-P090000466/

Таблица 5

**Результаты показателей регрессионных моделей
(на основе сведений 2010-2017 годов)¹⁴**

| Зависимая переменная (ln_sp) | (1) | (2) | (3) |
|----------------------------------|-----------------------------------|-----------------------------------|-----------------------------------|
| | Сборная модель | Модель неизменных эффектов | Модель случайных эффектов |
| ln_pmr | 0,1895 ^{***} (0,0119) | 0,1679 ^{***} (0,0122) | 0,1857 ^{***} (0,011) |
| ln_bv | 0,9535 ^{***} (0,0196) | 0,9483 ^{***} (0,0252) | 0,9468 ^{***} (0,0197) |
| C(constant) | 0,3655 ^{**} (0,1676) | 0,4471 ^{**} (0,2157) | 0,4277 ^{**} (0,1702) |
| Количество наблюдений | 72 | 72 | 72 |
| R-квадрат | 0,9757 | 0,9853 | 0,9737 |

Показатели внутри скобок стандартные ошибки в значении Р, *** Р<0,01, ** Р<0,05, * Р<0,1

Из приведённых данных таблицы 5 мы видим, что значения Р выбранных переменных трех моделей составляют менее 0,001. Данный показатель указывает на то, что выбранные нами переменные, т.е. независимые переменные ln_pmr и ln_bv оказывают прямое влияние на зависимые переменные. Если мы проведем гипотетический тест по этим переменным, то увидим, что во всех трёх моделях коэффициент переменного ln_pmr статистически значим в 99 %. Кроме того, значение независимой переменной ln_bv тоже влияет на статистически значимом уровне 99 %. Это означает, что две независимые переменные полностью влияют на независимую переменную. Если обратить внимание на R-квадрат, можно увидеть, и в трех моделях значение ближе к 1. На основе эконометрической теории чем ближе значение R-квадрата к 1, тем больше это означает близость стандартной ошибки созданной модели к прямой линии.

Из этого можно сделать вывод, что при условии неизменности других факторов независимые переменные, т.е. рост балансовой стоимости акции отраслей, а также рост рыночной стоимости акции по отношению её номинальной стоимости приводит к росту рыночной стоимости акций на Республиканской фондовой биржи «Тошкент». Эконометрическое представление вышеуказанных трех моделей можно увидеть в следующей формуле:

¹⁴ Таблица подготовлена автором при помощи программы Eviews-9.0 на основе годовых отчётов РФБ «Тошкент»

1. Сборная модель

$$\ln_{sp_{it}} = 0,3654 + 0,1894*\ln_{pmr_{it}} + 0,9535*\ln_{bv_{it}} + e_{it} \quad (3)$$

2. Модель неизменных эффектов

$$\ln_{sp_{it}} = 0,4471 + 0,1679*\ln_{pmr_{it}} + 0,9483*\ln_{bv_{it}} + e_{it} \quad (4)$$

3. Модель случайных эффектов

$$\ln_{sp_{it}} = 0,4277 + 0,1857*\ln_{prm_{it}} + 0,9468*\ln_{bv_{it}} + e_{it} \quad (5)$$

Если обратить внимание на рассчитанные показатели сборных, неизменных и случайных моделей, мы видим, что большой разницы тут не имеется. Чтобы узнать, какая из моделей является лучшей мы осуществили вычисления, используя тест Ж.Хаусмана¹⁵. Тест Хаусмана показывает, что если между регрессором (независимая переменная) и эффектами не существует корреляции, то существуют неизменные и случайные эффекты, но неизменные эффекты считаются неэффективными. Если между регрессором и эффектами существует корреляция, то существуют неизменные эффекты, но это рассматривается как отсутствие случайных эффектов. Нулевая гипотеза в основном определяется следующей эконометрической формулой:

$$W = (\beta_{RE} - \beta_{FE})' \Sigma^{-1} (\beta_{RE} - \beta_{FE}) \sim \chi^2(k) \quad (6)$$

Если W значима, то есть, вероятность меньше 5 %, модель неизменных эффектов считается лучшей. Если данный показатель вероятности больше 5 %, то модель случайных эффектов считается лучшей моделью. Анализ данного теста приведен в таблице (таблица 6).

Таблица 6

Результаты теста Хаусмана¹⁶

| Переменные | Неизменное воздействие (a) | Случайное воздействие (b) | Разница переменных (a-b) | Уровень вероятности |
|---|----------------------------|------------------------------------|--------------------------|---------------------|
| ln_pmr | 0,178147 | 0,185770 | 0,000014 | 0,0438 |
| ln_bv | 0,930400 | 0,946898 | 0,000108 | 0,1127 |
| | | Статистика Чи-квадрат (χ^2) | Распределение Чи-квадрат | Уровень вероятности |
| Кросс-секцион случайных эффектов (Cross-section random) | | 4,675995 | 2 | 0,0965 |

¹⁵ Hausman, J. A. (1978). "Specification Tests in Econometrics". *Econometrica*. Vol.46, No.6, pp.1251-1271

¹⁶ Подготовлено автором при помощи программы Eviews-9.0 на основе годовых отчётов РФБ «Ташкент».

Согласно результатам теста Хаусмана таблицы 6, модель случайных эффектов является лучшей моделью. То, что модель случайных эффектов является лучшей было определено путём принятия показателя вероятности P значения, используя при этом представления нулевой гипотезы и альтернативной гипотезы. Согласно гипотезе, в качестве нулевой гипотезы была принята модель случайных эффектов, и ее альтернативный вариант, а именно модель неизменных эффектов была отвергнута. В нашем исследовании то, что уровень статистической значимости (χ^2) больше 5 % и P значение равно 0,0965 показывает, что модель случайных эффектов подходит больше других моделей.

Таким образом, можно сказать, что при анализе трёх моделей на основе панельных данных модель случайных эффектов является оптимальной. Тест определения надёжности данной модели, а именно, отсутствие связи между остатками, указывает на возможность прогнозирования модели. При изучении влияния переменных макро и микро уровней на стоимость акций на основе сведений за 2010-2017 года в разрезе отраслей Республиканской фондовой биржи «Тошкент», на стоимость акций отраслей напрямую влияет балансовая стоимость этих акций и коэффициент соотношения номинальной рыночной стоимости. При неизменности других факторов модели случайных эффектов, повышение балансовой стоимости акций отраслей на 1 % приводит к повышению рыночной стоимости акций данной отрасли на 0,9468 %, повышение коэффициента соотношений номинальной стоимости к рыночной стоимости приведёт к повышению рыночной стоимости акций отрасли на 0,1857 %. Исходя из этого, при оценке влияющих факторов на стоимость акций в разрезе отраслей РФБ «Тошкент», целесообразно использовать модель случайных эффектов.

Научные предложения и практические рекомендации, разработанные в ходе исследовательской работы в значительной степени послужат развитию фондового рынка и совершенствованию механизма оценки активов.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

На основе проведённых исследований по оценке активов на фондовом рынке были сформулированы следующие научно-теоретические, научно-методические выводы и рекомендации:

1. Высокие требования к процессу выпуска в обращение корпоративных облигаций, являющихся безрисковыми активами фондового рынка Узбекистана, свидетельствует о неразвитости долгового рынка страны. В соответствии с этим, упрощение требований, связанных с эмиссией корпоративных облигаций акционерных обществ, то есть сокращение расходов, связанных с этим процессом, приводит к развитию рынка корпоративных облигаций.

2. Из-за низкой ликвидности акций фондового рынка Узбекистана акции коммерческих банков составляют основную долю в обороте фондового рынка. Доля участия других акционерных обществ в обороте фондового рынка очень низка. Учитывая это, желательно создать пакет льгот по выплате годового взноса листинга для акционерных обществ, которые участвуют на фондовом рынке.

3. В развитых странах выявление системного риска фондового рынка осуществляется в связке с рыночной стоимостью акций акционерных обществ и индексом фондового рынка. На сегодняшний день отсутствует метод расчёта рыночного риска акций акционерных обществ на фондовом рынке в Узбекистане. Исходя из этого, использование метода развитых стран определения системного риска фондового рынка позволит объективно оценить уровень рыночного риска акций акционерных обществ.

4. По результатам корреляционных и регрессионных анализов, проведённых на основе панельных данных за 2010-2017 года в разрезе отраслей Республиканской фондовой биржи «Тошкент», при неизменности других факторов модели случайных эффектов таких как, повышение балансовой стоимости акций отраслей на 1 % приводит к повышению рыночной стоимости акций данной отрасли на 0,9468 %, повышение коэффициента соотношений номинальной акций стоимости к рыночной стоимости приводит к повышению рыночной стоимости акций отрасли на 0,1857 %. Исходя из этого, при оценке факторов влияющих на стоимость акций в разрезе отраслей РФБ «Тошкент» целесообразно использовать модель случайных эффектов.

5. При оценке финансовых активов национальной фондовой биржи применение коэффициентов развитых странах, показывающих финансовое положение акционерных обществ в свою очередь, позволяет инвесторам получить полную, точную и прозрачную информацию об акционерном обществе.

6. Рыночная стоимость акций фондовых рынков развитых стран тесно связана с макроэкономическими показателями, изменения на фондовых рынках напрямую влияют на экономику страны. В данное время, такая

тенденция в Узбекистане не почти наблюдается. Исходя из этого, развитие операций на открытом рынке позволит определить влияние стоимости активов фондового рынка на макроэкономические показатели.

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

TASHKENT STATE UNIVERSITY OF ECONOMICS

KHUDOYKULOV KHURSHID KHURRAMOVICH

**IMPROVEMENT OF THE MECHANISM OF ASSETS PRICING OF THE
STOCK MARKET**

08.00.07 – Finance, money circulation and credit

ABSTRACT

of the dissertation of the doctor of philosophy (PhD) on economic sciences

TASHKENT –2018

The theme of doctoral dissertation (PhD) was registered under number B2017.3.PhD/Iqt.291 at the Supreme Attestation Commisn at the Cabinet of Ministers of the Republic of Uzbekistan.

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

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

Scientific supervisor: **Mustafakulov Sherzod Igamberdievich**
Doctor of Economics

Official opponents: **Toshmurodova Buvsara Egamovna**
Doctor of Economics, Professor

Pulatov Dilshod KHakberdiyevich
Doctor of Economics

Leading organization: **Scientific-educational center of corporate governance**

The defense of the dissertation will take place on _____ «___», 2018 at __ at the meeting of Scientific council No. DSc27.06.2017.I.15.01. at the Banking and Finance academy of the Republic of Uzbekistan and Tashkent state university of economics. Address: 100000, Tashkent city, Movarounnahr street, 16, e-mail: info@bfa.uz. Tel.: (+99871) 237-53-25, fax: (+99871) 237-54-01.

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

The abstract of dissertation sent out on «___» _____ 2018.

(mailing report No ____ on «___» _____ 2018).

A. Sh. Bekmurodov

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

U.V. Gafurov

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

N.M. Maxmudov

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

INTRODUCTION (abstract of the thesis of the PhD)

The aim of the research work is to develop scientifically, methodically and practice recommendations in order to improve the mechanism for assets pricing in the stock market of Uzbekistan.

The object of research is the process of assets pricing method on the Republic Stock Exchange «Toshkent».

The scientific novelty of the research work comprised of following:

the finding of the study is that systematic risk method was developed to determine the expected return on the stocks of joint-stock companies participating in the stock market;

the method has proven that is the most effective in selling each share on the exchange trades in the form a lot. This method helps to provide an opportunity in order to determine more accurately share's price on the stock market;

a proposal was made to improve the mechanism the existence of exchange trades medium-term Treasury securities that the process of the issuance of medium-term Treasury securities related to the main information and parameters should be declared through the stock exchange market;

a simplified procedure for the issuance of corporate bonds that influences a significant reduction in the issuance costs of joint stock companies participating in the stock market.

Implementation of research results. The developed theoretical, practical and methodological proposals and recommendations for improving the mechanism for assessing the assets of the stock market were adopted for their implementation in practice. As a result of them:

In order to improve the assets pricing methodology of the stock market that it was proposed to consider improvement of the assurance of Treasury securities and this method is attraction of capital an alternative source. In addition, this proposal was used in the instruction of the Ministry of Finance of the Republic of Uzbekistan «On the procedure for placement, circulation and payment of state medium-term money obligations of the Republic of Uzbekistan (Certificate of the Ministry of Finance of the Republic of Uzbekistan for No. E/20-03-31-12-82 / 2241 of December 14, 2017). The result of this proposal indicates that lead to find the expected return on the assets of the stock market;

a proposal to simplify some requirements the issuance of corporate bonds considered to the risk-free assets in the stock market. These suggestions were used in the «Concept for the Development of the Medium and Long-Term Financial Market» (certificate of the State Committee of the Republic of Uzbekistan for Support of Privatized Enterprises and Development of Competition No. 654/02-29 dated 17 March 2017). The finding of this proposal shows that it lead to the development of risk-free assets in the stock market and the improvement of the mechanism assets pricing in the stock market;

a proposal for the sale and purchase of each share in the form a lot in order to evaluate the assets of the stock market was experience into the practice of the Republic Stock Exchange «Tashkent» (reference of the Republic Stock Exchange

«Tashkent» for No.01/08-07-482 of April 12, 2017). The result of this proposal illustrates that help to determine the market value of assets in the stock market. In this proposal result shows that exchange transactions on the purchase and sale of securities in the stock market was increased by 10%;

a proposal on the method of calculating systematic risk was determined the expected return from shares of joint stock companies participating in the stock market was implemented into the practice of the Republic Stock Exchange «Tashkent» (reference of the Republican Stock Exchange «Tashkent» for No. 01/08-07-482 dated 12 April 2017). The finding of the study presents that the method of valuation of shares in stock companies of the stock market has been improved and liquid assets have been identified the opportunities in the stock market.

Structure and volume of the thesis. The thesis consists of an introduction, three chapters, a conclusion and a list of used literature. The volume of the thesis was 154 pages.

ЭЪЛОН ҚИЛИНГАН ИШЛАР РЎЙХАТИ
СПИСОК ОПУБЛИКОВАННЫХ РАБОТ
LIST OF PUBLISHED WORKS

I бўлим (I часть; I part)

1. Khudoykulov Kh.Kh. The analysis of the arbitrage pricing model on the stock return: a case of Athens stock market // American Journal of Finance and Accounting, - The United States of America, Volume 5, Issue.1, August 2017.- pp.51-63.(08.00.00. Америка мамлакатлари нашри №1)

2. Худойкулов Х.Х. Фонд бозори активлари ҳисобланган корпоратив облигацияларни чиқаришга қўйилган талабларни соддалаштириш // Biznes-Эксперт.-Тошкент, 2018.-№4.- 26-28 б. (08.00.00. №3)

3. Худойкулов Х.Х. Фонд бозори активларини баҳолаш моделлари таҳлили ва уларнинг назариялари// Иқтисодиёт ва инновацион технологиялар илмий электрон журнали. – Тошкент, 2017.- № 6.-1-6 б. (08.00.00. №10)

4. Худойкулов Х.Х. Фонд бозори активларини баҳолаш бўйича назарий қарашлар ва тортишувлар // Biznes-Эксперт.-Тошкент, 2017.-№11.- 23-27 б. (08.00.00. №3)

5. Худойкулов Х.Х. Тез суръатларда ривожланаётган мамлакатлар иқтисодиётини ўзига хос хусусиятлари // Иқтисодиёт ва таълим. – Тошкент, 2017 йил. - № 6.-115-119-б. (08.00.00. №11)

6. Khudoykulov Kh.Kh. The relationship between the risk of the asset and its expected rate of return: a case of stock exchange market of five European countries// International Journal of Modelling and Simulation, Canada, Volume. 36, Issue.4, June 2016 - P.107-119. (№41. SCImago 0,4)

7. Khudoykulov Kh.Kh. Investment valuation in emerging markets: oportunties & specific factors // Иқтисодиёт ва инновацион технологиялар илмий электрон журнали. – Тошкент, 2013.-№ 7.-1-6 б. (08.00.00. №10)

8. Khudoykulov Kh. Kh. Testing Capital Asset Pricing Model (CAPM) on the Emerging Markets of the Europe // International Scientific Conference Management 2014: International Business and Management, Domestic Particularities and Emerging Markets in the Light of Research, Slovakia 2014, pp.53-60

9. Худойкулов Х.Х. Преимущества и недостатки капитальных активов. Модель ценообразования (CAPM) // Материалы международной научно – практической коференции Тридцатые Международные Плехановские чтения.- Москва, 2017, 348-349-с.

10. Худойкулов Х.Х. Қимматли қоғозлар рискени баҳолашда CAPM моделини қўллаш имкониятлари // Ўзбекистон Республикасида корпоратив бошқарув ва рақобат муҳитини ривожантиришнинг долзарб масалалари, Республика илмий-амалий анжумани, илмий мақола ва тезислар тўплами.- Тошкент, 2017, 256-258-б.

11. Худойкулов Х.Х. Иқтисодиётни модернизациялаш шароитида хорижий инвестицияларни тутган ўрни // Макроиқтисодий муаммолар-2013,

Республика илмий-амалий анжумани, маъруза тезислари тўплами.- Тошкент, 2013, 151-153-б.

II бўлим (II часть; II part)

12. Khudoykulov.Kh.Kh. The validity of Capital Asset Pricing Model (CAPM) And Arbitrage Pricing Model (APM) On The Emaerging Markets of Europe. India's Financial Markets // Emarging Trends. First published, 2017, Hyderabad. ISBN:978-93-85101-66-3 pp.48-87

13. Худойкулов Х.Х. Инвестиция лойиҳаларини амалга оширишда капитал бюджет тузишнинг услубий жиҳатлари // Иқтисод ва молия.- Тошкент, 2013 йил.- №9.- 41-46 б.

14. Mustafakulov Sh.I. & Khudoykulov Kh Kh. Verifying capital asset pricing model in Greek capital market // Central european review of economics & Finance, Poland, Volume.7, Issue. 1, March 2015. – pp.5-16

15. Khudoykulov. Kh. Kh. Testing CAPM model on PIGS countries of southern Europe // International conference Hellenic Open Business Administration (HOBA) - Greece, 2015, pp.5-13

16. Khudoykulov Kh. Kh. Does Capital Asset Pricing model work or die //Молодой ученые о современном финансовом рынке. Международный научно-практическая конференция студентов, аспирантов и молодых ученых.- Москве 2016, 199-207-сс.

17. Khurshid Kh.Kh. The Capital asset pricing model: A theory equilibrium rates of return assets // Ўзбекистон иқтисодиёти реал сектори корхоналарини модернизациялашда банк-молия институтлари иштирокининг долзарб масалалари халқаро илмий-амалий конференцияси материаллари-Ўзбекистон Республикаси Банк-молия академияси.- 2014, 174-175-б.

Автореферат ТДИУ тахририй-нашриёт бўлимида тахрир қилинди
(30.05.2018 йил).

Босишга рухсат этилди: 5.06.2018 йил.
Бичими 60x84 ¹/₁₆, «Times New Roman»
гарнитурда рақамли босма усулида босилди.
Шартли босма табағи 3,4. Адади: 100. Буюртма: № 204.

Ўзбекистон Республикаси ИИВ Академияси,
100197, Тошкент, Интизор кўчаси, 68.

«АКАДЕМИЯ НОШИРЛИК МАРКАЗИ»
Давлат унитар корхонасида чоп этилди.