

ТОШКЕНТ ДАВЛАТ ИҚТИСОДИЁТ УНИВЕРСИТЕТИ
ҲУЗУРИДАГИ ИЛМИЙ ДАРАЖА БЕРУВЧИ
DSc.03/10.12.2019.I.16.01 РАҚАМЛИ ИЛМИЙ КЕНГАШ

ТОШКЕНТ ДАВЛАТ ИҚТИСОДИЁТ УНИВЕРСИТЕТИ

ХАСАНОВ ХАЙРУЛЛО НАСРУЛЛАЕВИЧ

ИҚТИСОДИЁТНИНГ КОРПОРАТИВ СЕКТОРИГА КАПИТАЛ
БОЗОРИДАН МОЛИЯВИЙ РЕСУРСЛАРНИ ЖАЛБ ҚИЛИШ
АМАЛИЁТИНИ ТАКОМИЛЛАШТИРИШ

08.00.07 – Молия, пул муомаласи ва кредит

Иқтисодиёт фанлари бўйича фалсафа доктори (PhD) диссертацияси
АВТОРЕФЕРАТИ

ТОШКЕНТ – 2020

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

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

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

Хасанов Хайрулло Насруллаевич

Иқтисодиётнинг корпоратив секторига капитал бозоридан молиявий
ресурсларни жалб қилиш амалиётини такомиллаштириш 3

Хасанов Хайрулло Насруллаевич

Совершенствование практики привлечения финансовых ресурсов с
рынка капитала в корпоративный сектор экономики 27

Xasanov Xayrullo Nasrullayevich

Improving the practice of attracting financial resources from the capital
market to the corporate sector of the economy 49

Эълон қилинган ишлар рўйхати

Список опубликованных работ

List of published works 53

ТОШКЕНТ ДАВЛАТ ИҚТИСОДИЁТ УНИВЕРСИТЕТИ
ҲУЗУРИДАГИ ИЛМИЙ ДАРАЖА БЕРУВЧИ
DSc.03/10.12.2019.I.16.01 РАҚАМЛИ ИЛМИЙ КЕНГАШ

ТОШКЕНТ ДАВЛАТ ИҚТИСОДИЁТ УНИВЕРСИТЕТИ

ХАСАНОВ ХАЙРУЛЛО НАСРУЛЛАЕВИЧ

ИҚТИСОДИЁТНИНГ КОРПОРАТИВ СЕКТОРИГА КАПИТАЛ
БОЗОРИДАН МОЛИЯВИЙ РЕСУРСЛАРНИ ЖАЛБ ҚИЛИШ
АМАЛИЁТИНИ ТАКОМИЛЛАШТИРИШ

08.00.07 – Молия, пул муомаласи ва кредит

Иқтисодиёт фанлари бўйича фалсафа доктори (PhD) диссертацияси
АВТОРЕФЕРАТИ

ТОШКЕНТ – 2020

Фалсафа доктори (PhD) диссертацияси мавзуси Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамаси ҳузуридаги Олий аттестация комиссияси томонидан В2020.2.PhD/Iqt988 рақам билан рўйхатга олинган.

Диссертация иши Тошкент давлат иқтисодиёт университетида бажарилган.

Диссертация автореферати уч тилда (ўзбек, рус, инглиз (резюме)) Илмий кенгаш веб-саҳифаси (www.tdiu.uz) ва «Ziyounet» Ахборот-таълим порталида (www.ziyounet.uz) жойлаштирилди.

Илмий раҳбар:

Эшов Мансур Пулатович
иқтисодиёт фанлари доктори, доцент

Расмий оппонентлар:

Каримов Неъматилла Фатхуллаевич
иқтисодиёт фанлари доктори, профессор

Қурбонов Жавлонбек Жўрабекович
иқтисодиёт фанлари бўйича фалсафа доктори (PhD), доцент

Етакчи ташкилот:

Самарқанд иқтисодиёт ва сервис институти

Диссертация ҳимояси Тошкент давлат иқтисодиёт университети ҳузуридаги илмий даражалар берувчи DSc.03/10.12.2019.I.16.01 рақамли Илмий кенгашнинг 2020 йил «___» _____ соат _____ даги мажлисида бўлиб ўтади. Манзил: 100003, Тошкент шаҳри, Ислон Каримов кўчаси, 49-уй. Тел: (99871) 239-28-72; факс: (99871) 239-01-49, (99871) 239-43-51. e-mail: tdiu@tdiu.uz

Диссертация билан Тошкент давлат иқтисодиёт университетининг Ахборот-ресурс марказида танишиш мумкин (___ рақами билан рўйхатга олинган). Манзил: 100003, Тошкент шаҳри, Ислон Каримов кўчаси, 49-уй, Тел: (99871) 239-28-72; 239-01-49. факс: (99871) 239-43-51, e-mail: tdiu@tdiu.uz

Диссертация автореферати 2020 йил «___» _____ куни тарқатилди.

(2020 йил «___» _____ даги _____ рақамли реестр баённомаси).

Н.Х. Жумаев

Илмий даражалар берувчи илмий кенгаш раиси, иқтисодиёт фанлари доктори, профессор

У.В. Гафуров

Илмий даражалар берувчи илмий кенгаш котиби, иқтисодиёт фанлари доктори, профессор

С.К. Худойқулов

Илмий даражалар берувчи илмий кенгаш қошидаги илмий семинар раиси, иқтисодиёт фанлари доктори, доцент

КИРИШ (фалсафа доктори (PhD) диссертацияси аннотацияси)

Диссертация мавзусининг долзарблиги ва зарурати. Халқаро капитал бозорининг такомиллашуви алоҳида мамлакатлар молия бозори ва унинг асосий сегментларини мос равишда ривожлантириб боришни тақозо этмоқда. Хорижий давлатлар амалиётида корпоратив сектор давлат бюджети даромадларини шакллантириш асосий манбалардан бири бўлиб, аҳолини иш билан таъминлаш ҳамда мамлакат иқтисодиётини ривожлантиришда алоҳида ўринга эга. Жумладан, АҚШда жами компанияларнинг 5 %и корпоратив секторга тўғри келса, мамлакатдаги сотиш ҳажмини 80 %и, ЯИМ нинг таркибида 88 %ни, жами банд бўлган аҳолининг 53 %и айнан ушбу сектор ҳиссасига тўғри келади. Канадада мамлакат ЯИМ таркибида корпоратив секторнинг улуши 81,0 %ни ташкил этадиган бўлса, аҳолининг 63,6 % айнан ушбу секторда иш билан банд ҳисобланади. Россия Федерациясида мамлакат ЯИМни шакллантиришда корпоратив секторнинг улуши 76 %ни ташкил этадиган бўлса, аҳолини иш билан таъминлашдаги улуши 54,8 %дан иборат¹.

Жаҳон амалиётида иқтисодиётнинг корпоратив секторига миллий ва халқаро капитал бозоридан молиявий ресурсларни жалб қилиш орқали ишлаб чиқариш ва хизмат кўрсатиш жараёнлари узлуксизлигини таъминлаш, акциядорлик компанияларнинг молиявий барқарорлик ҳолатини сақлаб қолиш, аҳолининг иш билан бандлигини таъминлаш, молиялаштиришнинг янги молиявий инструментларини амалиётга жорий этиш айниқса жаҳон пандемия шароитида долзарб масалалардан бири саналади. Ҳозирги кунда жаҳон иқтисодиётида капитал бозоридан иқтисодиётнинг корпоратив секторига молиявий ресурсларни жалб қилишнинг замонавий инструментларини жорий қилиш, молиялаштириш механизмининг такомиллаштириш, молиявий қарорлар қабул қилиш жараёнида эконометрик моделлаштиришнинг замонавий усулларини қўллаш бўйича муҳим йўналишларда илмий тадқиқот ишлари олиб борилмоқда.

2017-2021 йилларда Ўзбекистон Республикасини янада ривожлантириш бўйича Ҳаракатлар стратегиясида «капитални жалб қилиш ҳамда корхоналар, молия институтлари ва аҳолининг эркин ресурсларини жойлаштиришнинг муқобил манбаи сифатида фонд бозорини ривожлантириш ҳамда халқаро иқтисодий ҳамкорликни янада ривожлантириш, жумладан, етакчи халқаро ва хорижий молиявий институтлар билан алоқаларни кенгайтириш, пухта ўйланган ташқи қарзлар сиёсатини амалга оширишни давом эттириш, жалб қилинган хорижий инвестиция ва кредитлардан самарали фойдаланиш»² бўйича устувор вазифалар белгилаб берилган. Мазкур вазифаларнинг самарали ижросини таъминлаш, мамлакатимиз корпоратив сектори акциядорлик жамиятларида бизнесни замонавий тенденцияларга мос равишда янада ривожлантириш, молиявий ресурсларни шакллантириш билан боғлиқ

¹<http://datatopics.worldbank.org/world-development-indicators/themes/economy.html#growth-and-structure>-Жаҳон банкининг ҳисобот маълумотлари таҳлили

² Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2017 йил 7 февралдаги ПФ-4947-сонли «Ўзбекистон Республикасини янада ривожлантириш бўйича Ҳаракатлар стратегияси тўғрисида»ги фармони. - www.lex.uz.

иктисодий-молиявий «тўсиқларни» баргараф этиш, Ўзбекистон молия бозорини ривожлантириш учун ўрта ва узоқ муддатли даврга мўлжалланган стратегия ва йўл хариталари ишлаб чиқиш сингари муаммоларни ижобий ҳал этиш капитал бозори ва корпоратив сектор ўртасидаги ўзаро молиявий муносабатларни янада такомиллаштиришга қаратилган чора-тадбирларни амалга ошириш бўйича илмий таклиф ҳамда амалий тавсиялар ишлаб чиқишни тақозо этади.

Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2017 йил 7 февралдаги ПФ-4947-сон «Ўзбекистон Республикасини янада ривожлантириш бўйича Ҳаракатлар стратегияси тўғрисида»ги, 2019 йилнинг 14 январдаги ПФ-5630-сон «Давлат активларини бошқариш, монополияга қарши курашишни тартибга солиш тизимини ва капитал бозорини тубдан такомиллаштириш чора-тадбирлари тўғрисида»ги, 2015 йил 24 апрелдаги ПФ-4720-сон «Акциядорлик жамиятларида замонавий корпоратив бошқарув услубларини жорий этиш чора-тадбирлари тўғрисида»ги фармонлари, 2019 йил 24 январдаги ПҚ-4127-сон «Ўзбекистон Республикаси капитал бозорини ривожлантириш агентлиги фаолиятини ташкил этиш тўғрисида»ги, 2019 йил 31 январдаги ПҚ-4141-сон «Ўзбекистон Республикасининг халқаро облигацияларини чиқаришни ташкиллаштириш ва суверен кредит рейтингини сақлаб туриш чора-тадбирлари тўғрисида»ги, 2019 йил 2 апрелдаги ПҚ-4258-сон «Ўзбекистон Республикасининг илк суверен халқаро облигацияларини жойлаштиришдан тушган маблағлардан самарали фойдаланиш тўғрисида», 2018 йил 21 июлдаги ПҚ-3877-сон «Ташқи молиялаштириш манбаларини диверсификациялаш бўйича қўшимча чора-тадбирлар тўғрисида»ги қарорлари, Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2017 йил 10 майдаги «Фонд биржасида акцияларнинг оммавий таклифини ўтказишни ташкил этиш тўғрисида»ги 268-сон қарори ва мазкур фаолиятга тегишли бошқа меъёрий-ҳуқуқий ҳужжатларда белгиланган вазифаларни амалга оширишда ушбу диссертация тадқиқоти муайян даражада хизмат қилади.

Тадқиқотнинг республика фан ва технологиялар ривожланишининг устувор йўналишларига боғлиқлиги. Тадқиқот иши республика фан ва технологиялар ривожланишининг I. «Демократик ва ҳуқуқий жамиятни маънавий-ахлоқий ва маданий-маърифий ривожлантириш, инновацион иктисодиётни шакллантириш» устувор йўналишига мувофиқ бажарилган.

Муаммонинг ўрганилганлик даражаси. Халқаро ва миллий капитал бозорлари ривожланишининг хусусиятлари ва ушбу бозорлар ривожланиши билан боғлиқ муаммолар ҳамда молия бозоридан корпоратив секторга капитал жалб қилиш масалалари хорижий олимлар Г.Марковиц, У.Шарп, У.Мертон, Д.Сигел, Ф.Мишкин, А.Дамодаран, Я.Миркин, Б.Рубцов, А.Витченко, А.Абгарян, Л.Борлакова, В.Иванова, М.Касимова сингари бир қанча олим ва тадқиқотчилар томонидан ўрганилган ва бу тадқиқотларнинг натижалари уларнинг асарлари ва илмий ишларида акс эттирилган³.

³ Markowitz H.M. Portfolio Selection. New Haven, Conn.: Yale University, Press 1959.; Sharpe W.F. Simplified Model of Portfolio Analysis//Management Science. January 1963.; Боди З., Мертон Р. Финансы.: Пер. с англ. – М.: Издательский дом «Вильямс», 2005. – 347 с.; Сигел Дж. Долгосрочные инвестиции в акции. 4-е изд. – СПб.: Питер, 2010. – 416 стр. ; Frederic S. Mishkin Economics of Money, Banking, and Financial Markets (10th Edition)

Республикамизда капитал бозори, жумладан, қимматли қоғозлар бозорини ривожлантириш орқали акциядорлик жамиятлари фаолиятини молиялаштириш ҳамда молиявий ресурсларни самарали бошқаришга доир масалалар И.Л.Бутиков, Ш.Ш.Шохаъзамий, М.Б.Хамидулин, Р.Х.Карлибаева, С.Э.Элмирзаев, Ж.И.Каримкулов, Ф.Т.Мухамедов, Х.А.Курбонов, К.Х.Акрамов, Д.Б.Бегматова, Б.К.Саттаров, У.Р.Халиков, Х.Х.Худойкулов, Ж.Ж.Курбонов, Н.Р.Турсунова, Қ.Р.Чинқулов ва бошқаларнинг илмий тадқиқот ишларида ўрганилган⁴.

Юқорида келтирилган олимларнинг илмий тадқиқот ишларида акциядорлик жамиятлари томонидан молиявий ресурсларни жалб қилишнинг илмий ва методологик муаммоларини ўрганиш билан бир қаторда мамлакатимизда фонд бозорини ривожлантириш истикболлари тадқиқ этилган. Бироқ айнан иқтисодиётнинг корпоратив секторига капитал бозоридан молиявий ресурсларни жалб қилишдаги илмий-амалий жиҳатлари ва соҳадаги мавжуд муаммолар алоҳида комплекс тадқиқ этилмаган. Бу ҳолат эса, танланган мавзунинг долзарблигини англатади.

Диссертация мавзусининг диссертация бажарилган олий таълим муассасасининг илмий тадқиқот ишлари билан боғлиқлиги. Диссертация иши Тошкент давлат иқтисодиёт университетининг ФМ-4 “Ўзбекистонда акционерлик жамиятларида корпоратив бошқарув самарадорлиги

Prentice Hall, 2012 p. 720.; Aswath Damodaran Applied Corporate Finance 4th Edition Wiley, 4 edition, 2014, p 656.; Миркин Яков Моисеевич Российский рынок ценных бумаг: Влияние фундаментальных факторов, приоритеты и механизм развития. Дисс. д.э.н., – М., 2003.; Рубцов Борис Борисович Мировые фондовые рынки: Проблемы и тенденции развития. Дисс. д.э.н., – М., 2000.; Витченко, Алексей Борисович Фондовый рынок как механизм привлечения инвестиций в российской экономике. Дисс. к.э.н., – М., 2007.; Абгарян А.А. Развитие российского рынка акционерного капитала в современных условиях. Дисс. к.э.н., – М., 2015.; Борлакова Л.А. Влияние IPO на конкурентоспособность российских компаний. Автореф. к.э.н., – М., 2013.; Иванова В. Рынок капиталов: сущность, содержание и его место в системе рыночных отношений // Фундаментальные исследования - 2016.; Касимова М. Современные финансовые рынки: Монография. - М.: Проспект, 2014 г.

⁴ Бутиков И.Л. Проблемы формирования и функционирования рынка ценных бумаг в Узбекистане: Дисс...д.э.н. – Т., 2009 г.; Шохаъзамий Ш.Ш. Системное развитие рынка ценных бумаг в регулятивной взаимосвязи с реальной экономикой/Монография. – Т.: Fan va texnologiya, 2012. – 448 с.; Хамидулин М.Б. Развитие финансового механизма корпоративного управления. Дисс...д.э.н. – Т., 2008.; Карлибаева Р.Х. Акциядорлик жамиятларида молиявий менежмент тизимини самарали ташкил этиш йўллари: дисс. автореферати. и.ф.д. – Тошкент, 2018. – 14 б.; Элмирзаев С.Э. Корпоратив молияни бошқаришда солиқ муносабатларини такомиллаштириш. и.ф.д. диссертация автореферати. – Т.: БМА, 2017. 64 б.; Каримкулов Ж.И. Ўзбекистон иқтисодиётида қимматли қоғозлар бозори ролини ошириш йўллари: и.ф.н. ил. даража. олиш учун тақдим этилган дисс. Автореферати – Тошкент, 2012.-20 б.; Мухамедов Ф.Т. Ўзбекистонда қимматли қоғозлар бозори савдо тизимларини ривожлантириш йўналишлари. 08.00.07 – «Молия, пул муомаласи ва кредит» ихтисослиги бўйича иқтисодиёт фанлари доктори (DSc) диссертацияси автореферати. ТМИ, Тошкент-2019 й.; Курбанов Х.А. Корпоративные финансы. Учебное пособие. – Т.: Iqtisodmolliya, 2007. –184 с.; Акрамов К.Х. Совершенствование финансового обеспечения модернизации акционерных предприятий посредством ценных бумаг. Автореф...к.э.н. – Т., 2011.; Бегматова Д.Б. Акциядорлик жамиятларида корпоратив бошқарувнинг самарадорлигини баҳолаш усулларини такомиллаштириш. Иқт. фан. бўй. фал. док. (PhD)...автореф. – Т., 2017.; Саттаров Б.К. Ўзбекистонда ипотека қимматли қоғозлари бозорини шакллантириш йўллари. Автореф...и.ф.н.-БМА. 2012.; Халиков У.Р. Ўзбекистонда фонд бозори орқали инвестицион фаолиятни молиялаштиришни такомиллаштириш. и.ф.ф.д. (PhD) автореф. – Т., 2017.; Худойкулов Х.Х. Фонд бозори активларини баҳолаш механизмининг такомиллаштириш: Иқтисодиёт фанлари бўйича фалсафа доктори (PhD) дисс. автореферати – Тошкент, 2018. - 24 б.; Курбонов Ж.Ж. Давлат ва корпоратив тузилмалар ўртасидаги ўзаро молиявий муносабатларни самарали ташкил этиш истикболлари. и.ф.ф.д.(PhD) диссертацияси автореферати – Т.: БМА, 2019. 50 б.; Турсунова Н.Р. Корпоратив молияни бошқаришда молиявий таъминотни самарали ташкил этиш йўллари и.ф.ф.д.(PhD) диссертацияси автореферати –Т.: 2019. 52 б.; Чинқулов Қ.Р. Акциядорлик жамиятларини корпоратив қимматли қоғозлар орқали молиялаштиришни такомиллаштириш и.ф.ф.д.(PhD) диссертацияси автореферати – Т., 2019. 66 б.

методологияси ва илмий асослари” мавзусидаги илмий тадқиқот ишларига мувофиқ бажарилган.

Тадқиқотнинг мақсади капитал бозоридан иқтисодиётнинг корпоратив секторига молиявий ресурсларни жалб қилиш амалиётини такомиллаштиришга доир илмий таклиф ва амалий тавсиялар ишлаб чиқишдан иборат.

Тадқиқотнинг вазифалари:

иқтисодий тараққиётни таъминлашда капитал бозори фаолиятини ривожлантиришнинг аҳамияти ва концептуал асосларни аниқлаш;

капитал бозоридан корпоратив секторга молиявий ресурсларни жалб қилишнинг ташкилий-иқтисодий механизми ва унинг асосий хусусиятларини тадқиқ этиш;

капитал бозоридан корпоратив секторга молиявий ресурсларни жалб қилишнинг хорижий давлатлар тажрибаларини ўрганиш асосида мамлакатимиз амалиётида самарали фойдаланиш бўйича тавсиялар ишлаб чиқиш;

иқтисодиётнинг корпоратив секторига халқаро капитал бозоридан молиявий ресурслар жалб қилиш амалиётини таҳлил қилиш ва тегишли хулосалар шакллантириш;

иқтисодиётнинг корпоратив сектор акциядорлик жамиятларига капитал бозоридан молиявий ресурслар жалб қилиш механизминини таҳлил қилиш асосида таклифларни шакллантириш;

молиявий ресурсларни жалб қилиш усули сифатида «мезонин» молиялаштириш самарадорлигини баҳолаш амалиётини жорий этиш истиқболларини аниқлаш;

капитал бозоридан молиявий ресурсларни жалб қилишнинг ички корпоратив механизминини шакллантириш бўйича услубий тавсиялар ишлаб чиқиш;

капитал бозоридан корпоратив секторга молиявий ресурсларни жалб қилиш билан боғлиқ рисклар ва уларни камайтириш йўллари аниқлашдан иборат.

Тадқиқотнинг объекти сифатида мамлакатимиз корпоратив сектори, хусусан, молия секторига фаолият юритаётган акциядорлик жамиятлари фаолияти ҳисобланади.

Тадқиқотнинг предмети капитал бозорида иқтисодиётнинг корпоратив сектори томонидан молиявий ресурсларни жалб қилиш жараёнларида юзага келувчи молиявий муносабатлар ҳисобланади.

Тадқиқот усуллари. Диссертацияда умумлаштириш, гуруҳлаштириш, абстракт-манتيкий фикрлаш, истиқболли прогнозлаштириш, индукция ва дедукция, корреляцион-регрессион таҳлил сингари усуллардан фойдаланилган.

Тадқиқотнинг илмий янгиликлари қуйидагилардан иборат:

капитал бозоридан молиявий ресурсларни жалб қилишда акциядорлик жамиятлари фаолиятини молиялаштириш гибрид инструментлардан фойдаланиш асосида такомиллаштирилган;

инвестицион лойиҳаларни молиялаштириш имкониятларини оширишда акциядорлик жамиятлари томонидан жалб қилинган капитал қиймати ўртача

тортилган қиймат ва рискни миқдорий баҳолаш усулларини жорий этиш асосида такомиллаштирилган;

молиявий инструментдан фойдаланиш самарадорлигини баҳолаш усули қарздорликка хизмат кўрсатиш тавсифидаги харажатларни қисқартириш омилларини киритиш асосида такомиллаштирилган;

иқтисодиётнинг корпоратив секторида фаолият юритаётган масъулияти чекланган жамиятларига корпоратив облигацияларни эмиссия қилиш ҳуқуқини бериш таклиф этилган.

Тадқиқотнинг амалий натижалари қуйидагилардан иборат:

капитал бозори амал қилишининг тамойиллари ёритиб берилган ва умумлаштирилган, ушбу бозорнинг ҳозирги замондаги ўзига хос хусусиятлари ҳамда молиявий инфратузилмаси тизимлаштирилиб, бозорнинг тушунчавий аппарати аниқлаштирилган;

капитал бозорида корпоратив сектор томонидан молиявий ресурсларни жалб қилиш усулларидан фойдаланишни такомиллаштириш бўйича амалий тавсиялар асосланган;

капитал бозоридан молиявий ресурсларни жалб қилишнинг корпоратив механизмини шакллантириш бўйича илмий таклифлар ишлаб чиқилган ва молиявий ресурсларни жалб қилиш самарадорлигини баҳолаш бўйича амалий ёндашувлар асосланган;

Ўзбекистонда корпоратив секторнинг молиявий ресурсларга бўлган талаби ички капитал бозори томонидан етарли таъминланмаётганлиги аниқланган ва ушбу муаммонинг тезкор ечимларидан бири халқаро капитал бозорлари билан молиявий муносабатларни ривожлантириш таклифи асосланган;

Ўзбекистонда қимматли қоғозлар бозори етарли даражада ривожланмаганлиги ва бу корпоратив сектор томонидан молиявий ресурсларни жалб қилишда айрим муаммоли жиҳатларни келтириб чиқарганлиги, шунингдек, иқтисодиётнинг ушбу секторида рентабеллик нисбатан паст даражада эканлиги аниқланган.

Тадқиқот натижаларининг ишончлилиги капитал бозорининг ривожланиш тенденциялари, иқтисодиётнинг корпоратив секторига молиявий ресурсларни жалб қилишнинг назарий ва амалий муаммоларига бағишланган тадқиқот муаллифларининг илмий қарашларини ўрганиш, соҳага оид хорижий давлатларнинг илғор тажрибаларини тадқиқ этиш, эксперт баҳолаш натижаларига, Ўзбекистон Республикаси Молия вазирлиги, Капитал бозорини ривожлантириш агентлиги, Давлат активларини бошқариш агентлиги, Фонд биржаси, Ўзбекистон Республикаси Давлат статистика қўмитаси, «Капитал суғурта» АЖ расмий манбаларидан олинганлиги, шунингдек, таклиф ва тавсияларнинг амалиётда жорий этилгани, олинган натижаларнинг ваколатли ташкилотлар томонидан тасдиқланганлиги билан изоҳланади.

Тадқиқот натижаларининг илмий ва амалий аҳамияти. Тадқиқот натижаларининг илмий аҳамияти диссертацияда ишлаб чиқилган илмий-назарий хулоса, таклиф ва тавсияларни капитал бозоридан иқтисодиётнинг корпоратив секторига молиявий ресурсларни жалб қилишнинг назарий жиҳатларини ривожлантириш, жалб қилинган молиявий ресурслардан самарали

фойдаланиш, халқаро капитал бозоридан молиявий ресурсларни жалб қилишнинг асосий йўналишларини белгилаш, мамлакатимизда капитал бозорини ривожлантиришга доир фундаментал тадқиқотларни амалга оширишда фойдаланиш мумкинлиги билан белгиланади.

Тадқиқот натижаларининг амалий аҳамияти капитал бозоридан молиявий ресурсларни жалб қилишнинг замонавий инструментларини жорий этиш, капитал бозорида молиявий ресурсларни жалб қилиш моделлари, молиявий ресурсларни жалб қилиш рискин баҳолаш бўйича математика қоидалар ва уларни камайтириш бўйича тавсиялар, молиявий ресурсларни жалб қилиш механизмини такомиллаштириш бўйича амалий тавсиялар, капитал бозорида корпоратив сектор томонидан молиявий ресурсларни жалб қилиш усулларини асослаш ва ушбу ресурсларни жалб қилишда молиявий менежерлар томонидан фойдаланилиши мумкинлиги билан изоҳланади.

Тадқиқот натижаларининг жорий қилиниши. Тадқиқот натижасида диссертант томонидан ишлаб чиқилиб таклиф этилган, капитал бозорида корпоратив сектор томонидан молиявий ресурсларни жалб қилишни такомиллаштиришга қаратилган илмий натижалар асосида:

молиявий ресурсларни жалб қилиш самарадорлигини баҳолашга йўналтирилган услубий ёндашув ва молиявий ресурсларни жалб қилишнинг гибрид усули «Мезонин» молиялаштиришга нисбатан синовдан ўтказиш бўйича таклифи «Kapital sug'urta» АЖ фаолиятига жорий этилган («Kapital sug'urta» АЖнинг 2020 йил 5 майдаги 14-сонли маълумотномаси). Натижада молиявий ресурслардан фойдаланиш самарадорлигини баҳолаш тартиби такомиллаштирилган ҳамда молиявий ресурсларни жалб қилишнинг инновацион усули ишлаб чиқилган;

инвестицион лойиҳаларни молиялаштириш имкониятларини оширишда акциядорлик жамиятлари томонидан жалб қилинган капитал қиймати ўртача тортилган қиймат ва рискни миқдорий баҳолаш каби такомиллашган услубий қоидаларини жорий этишга доир таклифи «Kapital sug'urta» АЖ фаолиятига жорий этилган («Kapital sug'urta» АЖнинг 2020 йил 5 майдаги 14-сонли маълумотномаси). Натижада акциядорлик жамияти фаолиятини кенгайтиришга йўналтирилган лойиҳаларни молиялаштиришга қўшимча 1200,0 млн.сўм маблағ жалб қилишга эришилган;

«қарздорликка хизмат кўрсатиш харажатлари» омилини ҳисобга олувчи, молиявий воситанинг самарадорлигини ҳисоблаш бўйича такомиллашган формулани амалиётга жорий этишга доир таклифи «Kapital sug'urta» АЖ фаолиятига жорий этилган («Kapital sug'urta» АЖнинг 2020 йил 5 майдаги 14-сонли маълумотномаси). Натижада капитал бозори орқали жалб қилинган молиявий ресурслар бўйича хизмат кўрсатиш харажатларининг 10 %га камайтиришга эришилган.

капитал бозоридан қўшимча молиявий ресурсларни жалб қилиш манбаларини оптималлаштириш мақсадида масъулияти чекланган жамиятларга облигациялар чиқариш ҳуқуқини бериш таклифи Ўзбекистон Республикасининг «Қимматли қоғозлар бозори тўғрисида»ги ва «Масъулияти чекланган ҳамда қўшимча масъулиятли жамиятлар

тўғрисида»ги қонунларга ўзгартиш ва қўшимчалар киритишни назарда тутувчи «Ўзбекистон Республикасининг айрим қонун ҳужжатларига ўзгартиш ва қўшимчалар киритиш тўғрисида»ги 2020 йил 22 июлдаги Қонунида ақс эттирилган (Ўзбекистон Республикаси давлат активларини бошқариш агентлиги 2020 йил 25 августдаги 21/12 - сонли маълумотномаси). Бунинг натижасида облигациялар чиқариш талабларини сезиларли даражада енгиллаштирилган ва масъулияти чекланган жамиятларга банк кредитларига муқобил сифатида корпоратив облигациялар чиқариш орқали молиялаштиришни жалб қилиш ва мамлакат молия бозорини ривожлантириш имкониятлари яратилган.

Тадқиқот натижаларининг апробацияси. Тадқиқот натижалари 5 та илмий-амалий анжуманларда, жумладан: 2 та халқаро, 3 та республика миқёсидаги илмий-амалий конференцияларда муҳокамадан ўтказилган.

Тадқиқот натижаларининг эълон қилиниши. Диссертация мавзуси бўйича жами 4 та илмий иш, шу жумладан, Ўзбекистон Республикаси Олий Аттестация Комиссиясининг докторлик диссертациялари асосий илмий натижаларини чоп этиш тавсия этилган илмий нашрларда 4 та мақола, жумладан 3 та республикада ва 1 та хорижий журналда мақолалар нашр этилган.

Диссертациянинг тузилиши ва ҳажми. Диссертация иши кириш, учта боб, хулоса, фойдаланилган адабиётлар рўйхати ва иловалардан иборат. Диссертация ҳажми 156 бетни ташкил этган.

ДИССЕРТАЦИЯНИНГ АСОСИЙ МАЗМУНИ

Кириш қисмида диссертация мавзусининг долзарблиги ва зарурати асосланган, тадқиқотнинг мақсади, вазифалари ҳамда объект ва предмети белгилаб олинган, республика фан ва технологиялари ривожланишининг устувор йўналишларига боғлиқлиги кўрсатилган, тадқиқотнинг илмий янгилиги ва амалий натижалари ақс эттирилган, олинган натижаларнинг назарий ва амалий аҳамияти ёритиб берилган, тадқиқот натижаларини амалиётга жорий қилиш, нашр этилган ишлар ва диссертация тузилиши бўйича маълумотлар келтирилган.

Диссертациянинг «**Капитал бозоридан иқтисодиётнинг корпоратив секторига молиявий ресурсларни жалб қилишнинг назарий-иқтисодий асослари**» деб номланган биринчи бобида иқтисодий тараққиётни таъминлашда капитал бозори фаолиятини ривожлантиришнинг аҳамияти ва концептуал асослари, капитал бозоридан корпоратив секторга молиявий ресурсларни жалб қилишнинг ташкилий-иқтисодий механизми ва унинг асосий хусусиятлари ҳамда капитал бозоридан корпоратив секторга молиявий ресурсларни жалб қилишнинг хорижий давлатлар тажрибалари тадқиқ қилинган. Тадқиқот вазифаларидан келиб чиққан ҳолда назарий натижа ва хулосалар шакллантирилган.

Капитал бозори моҳиятини тўлиқ ёритиб беришда аниқ ёки яхлит тариф мавжуд эмас, жумладан микроиқтисодий нуқтаи назардан айланма капитал ва

асосий капитал, капитал бозорининг таркибий қисми ҳисобланса, макроиқтисодий нуқтаи назардан эса, реал активлар бозори (кўчмас мулк бозори, ишлаб чиқариш воситалари ва б.) ҳамда қимматли қоғозлар бозори, фонд бозори, кредит бозори, валюта бозорини яхлит ўз ичига олувчи молия бозорини келтириш мумкин.

Германиялик иқтисодчи олимлар Л.Перридон ва М.Штайне компаниялар молияси номли илмий асарида капитал бозорига қуйидаги таъриф берадилар «Капитал бозори - бир йилдан ортиқ муддатга қимматли қоғозлар савдосини ўтказувчи ташкиллаштирилган биржа савдоси⁵». Россия Федерациясида молия бозори, қимматли қоғозлар муомаласини тартибга солишнинг фундаментал асосларига доир кўплаб илмий асарлар муаллифи Р.Р.Рубцовнинг фикрига кўра, «Молия бозори - пул капиталининг ҳаракатланиши билан боғлиқ иқтисодий муносабатлар ва институтлар мажмуидир⁶». Молия бозорининг замонавий кўринишлари ва унинг таркибий сегментларига доир илмий монография муаллифи В.В.Иванованинг фикрича, «молия бозори - молиявий воситалардан фойдаланган ҳолда молиявий битимларни амалга ошириш соҳаси⁷». Халқаро молия бозори ва институтлар, уларнинг ташкилий-иқтисодий асосларига доир кўплаб илмий адабиётлар муаллифи Ф.Мишкиннинг фикрича, «молия бозори - ортиқча маблағларга эга одамлардаги пул маблағларини пул маблағлари етишмаётганларга ўтказиб беришга хизмат қилувчи бозор⁸».

«Капитал бозори» тушунчасининг моҳиятини аниқлаштиришнинг мураккаблиги шунда кўринадикки, унинг инфратузилмаси молиявий бозорнинг қисми ҳисобланган пул бозори билан чамбарчас боғлиқ ва молиявий инструментлар капитал бозори ва пул бозори учун бир хилдир (1-расм).

Акциядорлик жамиятлари томонидан молиявий ресурсларни жалб қилишга доир қарорлар қабул қилишда, капитал бозорининг ҳолати ва молиявий ресурслар билан таъминланганлик даражасидан келиб чиқади. Чунки иқтисодиётда корпоратив секторга йўналтирилаётган ресурсларнинг ўртача фоиз ставкаларидан келиб чиққан ҳолда акциядорлик жамиятлари қарз маблағларининг чегаравий миқдорини белгилашга ҳаракат қилади. Шу билан бирга, аниқланган хусусиятларнинг аҳамияти миллий иқтисодиётнинг ривожланиш хусусиятига қараб фарқ қилиши мумкин. Капитал бозорига жалб қилинаётган молиявий ресурслар ҳажми, жалб қилиш усуллари ва жалб қилувчи молиявий инструментлар, капитал бозорининг аниқ сегментлари ва уларнинг ўзига хос хусусиятлари билан ўзаро боғлиқ.

⁵ Perridon L. Finanzwirtschaft der Unternehmung/L.Perridon. M. Steiner, Munchen: Verlag Vahlen, 2008. S. 150.

⁶ Рубцов Б.Б. Глобальные финансовые рынки: масштабы, структура, регулирование//Век глобализации. - №2 (8) - 2011. - С.73-98.

⁷ Ивнаова М.М. Современные финансовые рынки: Монография. - М.: Проспект, 2014. - 572 с.

⁸ Frederics S. Mishkin, Kent Matthews and Massimo Giuliiodori. Financial markets and institutions. USA. Prentice Hall, 2012. P. 2.



1-расм. Молия бозори сегментларининг молиявий инструментлари⁹

Шундан келиб чиққан ҳолда муаллифнинг фикрича, иқтисодиётнинг корпоратив секторига молиявий ресурсларни жалб қилишни таъминлаш имконини берувчи, қўлланилаётган усуллар ва молиявий инструментларга мос равишда кредит ва қимматли қоғозлар бозорини сегментлаш орқали капитал бозорининг институционал ва ташкилий тузилишига аниқлик киритиш зарур. (2-расм).

Молиявий ресурсларни жалб қилишда фойдаланувчи усулларни асослашда назарий ва амалий ёндашувларни таҳлил қилиш маҳаллий, миллий ва жаҳон капитал бозорларига нисбатан қуйидаги хулосаларни чиқариш имконини берди:

- биринчи навбатда, молиявий ресурсларни жалб қилиш усуллари молиявий менежментнинг мақсадларига мос равишда фарқланади;
- иккинчидан, молиявий ресурсларни жалб қилиш усуллари капитал бозорининг сегментлари ва турлари бўйича ўз хусусиятларига эга;
- учинчидан, молиявий ресурсларни жалб қилиш усуллари молиявий воситалар асосида аниқланади;

⁹ Муаллиф томонидан ишлаб чиқилган.

- тўртинчидан, молиявий ресурсларни жалб қилиш усуллари қуйидаги параметрлар: молиявий ресурсларни жалб қилиш мақсадлари, ҳажми ва шартлари, компаниянинг ташкилий ва иқтисодий хусусиятларига боғлиқ.



2-расм. Капитал бозоридан корпоратив секторга молиявий ресурслар жалб қилишнинг институционал ва ташкилий тузилиши¹⁰

Молиявий ресурсларни жалб қилиш жараёнида фойдаланилувчи молиявий инструментларнинг ўзига хос хусусиятларидан келиб чиққан ҳолда иқтисодиётнинг корпоратив секторидан капитал бозори сегментларининг ўзаро муносабатлари шаклланади. Ўз навбатида, сегментлар ўзаро таъсирининг хусусиятлари ва даражасини таҳлил қилиш қимматли қоғозлар бозори ва кредит бозорининг (кучли, ўрта, заиф) уч турдаги ўзаро боғлиқлигини аниқлаш ва тавсифлаш имконини беради.

Диссертациянинг иккинчи боби «**Иқтисодиётнинг корпоратив секторига капитал бозоридан молиявий ресурсларни жалб қилишнинг амалиётдаги ҳолати таҳлили**» деб номланган бўлиб, ушбу бобда иқтисодиётнинг корпоратив секторига халқаро капитал бозоридан молиявий ресурслар жалб қилиш амалиёти ҳамда иқтисодиётнинг корпоратив сектор акциядорлик жамиятларига капитал бозоридан молиявий ресурслар жалб қилиш механизми ва унинг амалдаги ҳолати таҳлил қилинган. Таҳлил натижаларидан келиб чиққан ҳолда илмий-амалий хулосалар шакллантирилган.

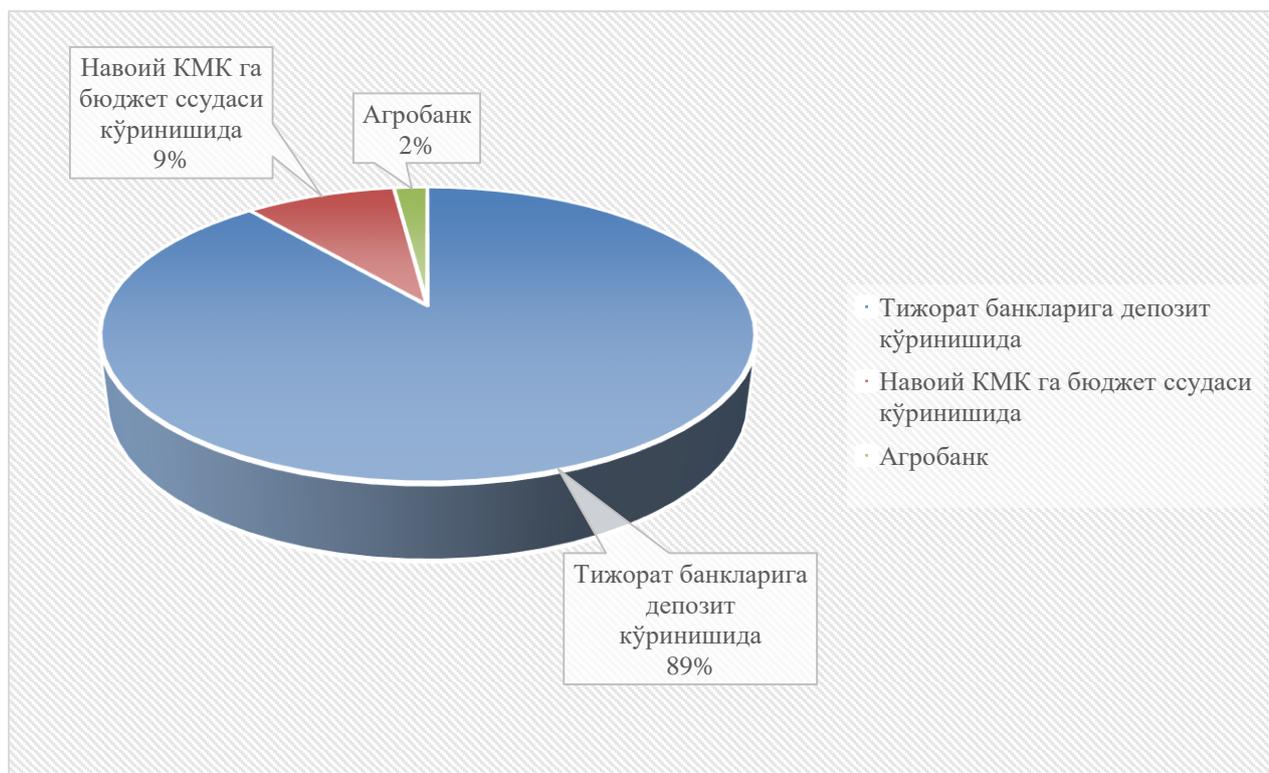
¹⁰ Муаллиф томонидан ишлаб чиқилган

Мамлакатимизда халқаро капитал бозоридан молиявий ресурсларни жалб қилиш орқали корпоратив сектор акциядорлик жамиятларини кўшимча молиявий ресурслар билан таъминлаш ҳамда халқаро суверен кредит рейтингини оширишга муҳим аҳамият қаратилмоқда. Корпоратив сектор акциядорлик жамиятларининг халқаро капитал бозори иштирокчиларига айланиши, уларнинг халқаро интеграциялашув жараёнларини ошириш билан бирга ишлаб чиқариш жараёнларига инновацион технологияларни жорий этиш имкониятини янада оширади.

2019 йилнинг февраль ойида дунёнинг энг обрўли биржаларидан ҳисобланган Лондон фонд биржасида Ўзбекистон тарихида биринчи марта евробондлар, яъни еврооблигациялар бозорига жойланди. Бунда 5 йиллик 500 миллион долларлик евробондларни 4,75 фоиздан, 10 йиллик 500 миллион долларлик евробондларни эса 5,375 фоиздан жойлаштирди. Қарз облигацияларини қайтариш муддатлари 2024 йил ва 2029 йиллар белгиланди. Мамлакатимиз қонунчилигига мувофиқ, халқаро еврооблигациялардан келиб тушган молиявий ресурслар Ўзбекистон Республикаси Президенти ва Вазирлар Маҳкамаси томонидан қабул қилинган тегишли меъёрий ҳужжатларга асосан аниқ мақсадлар бўйича тақсимланади. Шунга мувофиқ, Ўзбекистон Республикасининг суверен еврооблигациялари муваффақиятли жойлаштирилгач, улардан келиб тушган молиявий маблағларни оқилона жойлаштириш мақсадида 2019 йил 2 апрелда Ўзбекистон Республикаси Президентининг «Ўзбекистон Республикасининг илк суверен халқаро облигацияларини жойлаштиришдан тушган маблағлардан самарали фойдаланиш тўғрисида» ПҚ-4258-сонли қарори қабул қилинди. Қарорга кўра, Ўзбекистон Республикасининг халқаро облигацияларини жойлаштиришдан тушган маблағлардан самарали фойдаланиш, шу жумладан мамлакат ва халқимиз фаровонлигини янада оширишда стратегик аҳамиятга эга инвестиция лойиҳаларини молиялаштириш мақсадида Ўзбекистон Республикаси Молия вазирлиги ва Марказий банкининг Ўзбекистон Республикасининг халқаро облигацияларини жойлаштиришдан тушган маблағларни қуйидаги йўналиш ва мақсадларга йўналтириш тўғрисидаги таклифлари маъқулланди (3-расм).

2019 йил 25 ноябрда «Ўзсаноатқурилишбанк» АТБ томонидан чиқарилган 300 млн доллар миқдоридagi халқаро облигациялар бўйича Лондон биржасида амалга оширилган савдоларда 150 дан ортиқ инвесторлардан 1,2 млрд АҚШ доллари миқдорида буюртмалар келиб тушганлиги ва халқаро облигациялар 5,75 фоиз купон ставкаси билан жойлаштирилганлигини таъкидлаш мумкин. Мазкур халқаро облигациялар Буюк Британия (30 %), АҚШ (16 %), Европа (40 %) ҳамда Осиё ва Яқин Шарқ (14 %) инвесторлари орасида жойлаштирилди. Банк томонидан жойлаштирилган еврооблигациялар даромадлигини таҳлил қилар эканмиз, 2020 йил 24 январда еврооблигацияларнинг даромадлиги тарихий минимал даража 4,674 %га етди. Биржа савдолари ёпилиши ҳолатига банкнинг еврооблигациялари даромадлиги 4,731 дан 4,693 гача камайди, облигацияларнинг нархи номиналдан 104,526 %ни ташкил этган. 27 январда биржа савдолари очилиш ҳолатига эса даромадлилик 4,685 %ни ва нарх эса 104,559 %ни ташкил этган. Ўзсаноатқурилишбанк АТБ томонидан чиқарилган

еврооблигацияларни сотиб олувчилар бўйича таҳлил қилинар экан, буларнинг орасида халқаро Топ 5 таликка кирувчи юридик шахсларни алоҳида кўрсатиб ўтиш мақсадга мувофиқ.

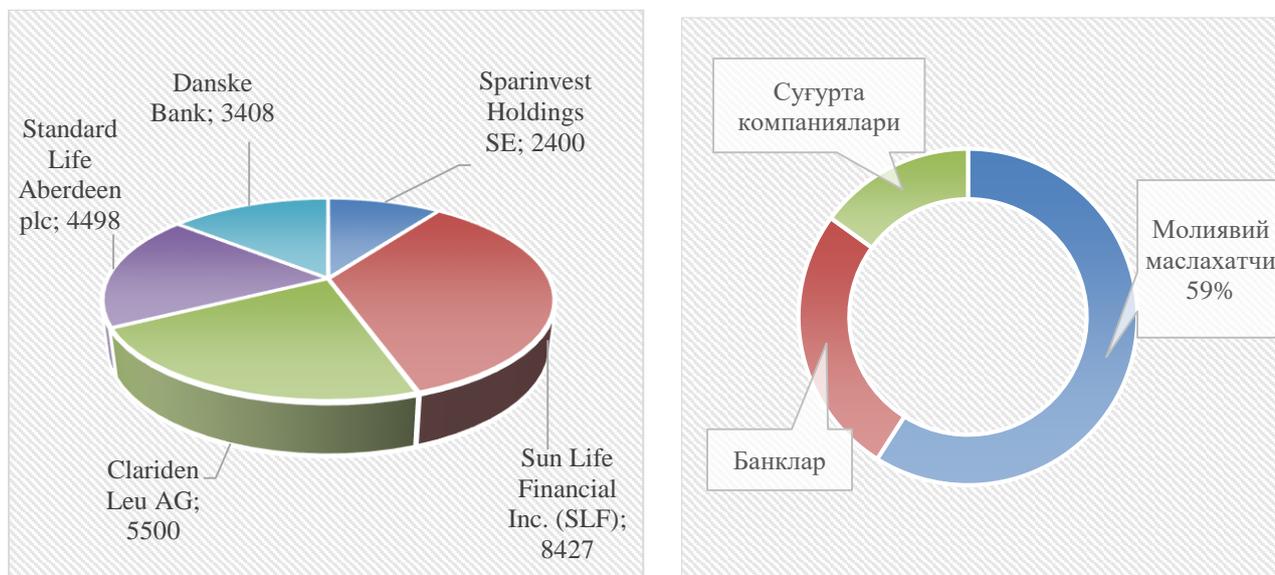


3-расм. Халқаро облигацияларни жойлаштиришдан тушган маблағларнинг тармоқ ва соҳалар бўйича тақсимланиши, фоизда¹¹

Булар орасида Люксембургнинг машҳур компанияси Sparinvest Holdings SE, Канаданинг Sun Life Financial Inc. (SLF), Швейцариянинг Clariden Leu AG, Буюк Британиянинг Standard Life Aberdeen plc компаниялари ва Даниянинг Danske Bank банкларини келтириш мумкин. Бундан ташқари, банкнинг еврооблигациялари сотилиши тармоқлар бўйича таҳлил қилинар экан, бунда юқори улуш яъни 59 %и молиявий маслаҳатчи (консультант) компаниялар, 26 %и тижорат банклари ҳамда 15 %и суғурта компаниялари ҳиссасига тўғри келганлигини таъкидлаш мумкин (4-расм).

Иқтисодиётнинг реал сектори корхоналарига халқаро капитал бозоридан молиявий ресурсларни жалб қилиш амалиёти таҳлил қилинар экан, мазкур жараёнларда халқаро йирик молия институтлари Жаҳон банки, Европа тикланиш ва тараққиёт банки, Ислон тараққиёт банки, Осиё тараққиёт банкининг улуши юқори эканлигини таъкидлаш лозим. Кейинги йилларда мамлакатимиз корпоратив секторида фаолият юритаётган йирик акциядорлик компанияларининг инвестицион дастурларини молиялаштириш ва биргаликдаги лойиҳаларини амалга оширишда Осиё тараққиёт банкининг ўз маблағлари билан иштироки юқори ўринни эгаллаб келмоқда.

¹¹ Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2019 йил 2 апрелдаги ПҚ-4258-сонли қарори асосида муаллиф томонидан тайёрланди.



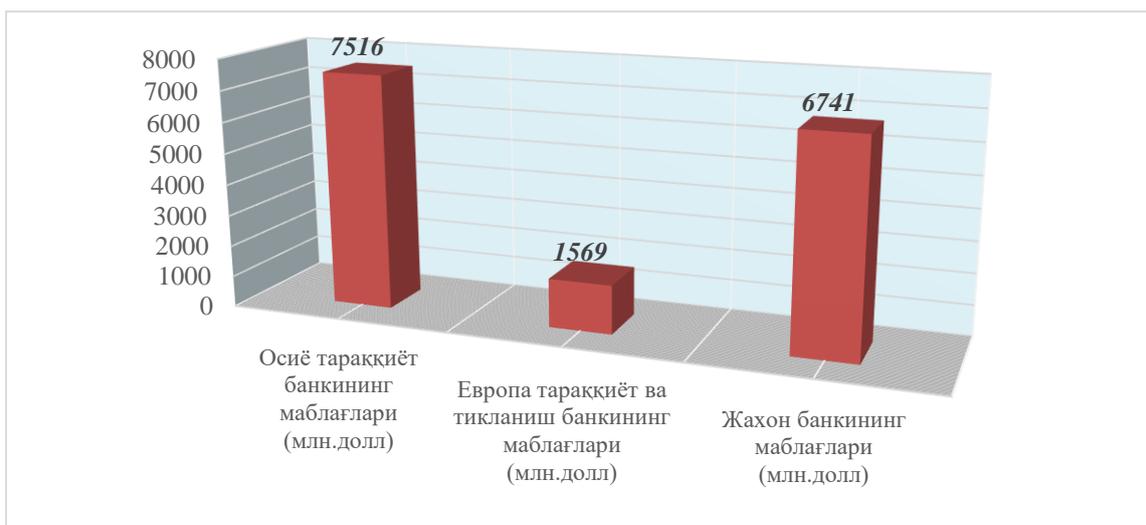
4-расм. Ўзсаноатқурилишбанк АТБ еврооблигацияларини сотиб олган компания ва тармоқлар таҳлили¹²

2015-2019 йиллар мобайнида корпоратив секторнинг турли тармоқ ва йўналишлари 2020 млн. АҚШ доллари миқдорида маблағлар йўналтирилган бўлса, шундай юқори улушни 500 млн. АҚШ долларини қишлоқ жойларида арзон-уй жойлар қурилиши соҳасида фаолият юритаётган компаниялар хиссасига тўғри келмоқда. Қарз ва грант маблағлари ҳисобига электр энергияси сарфи ҳисобини такомиллаштириш мақсадларига 2015-2019 йиллар мобайнида жами 300 млн. АҚШ доллари миқдорида маблағлар жалб қилинган. Бундан ташқари электр энергия ишлаб чиқариш самарадорлигини ошириш мақсадида умумий қиймати 1,0 млрд АҚШ. долларидан ортиқроқ маблағлар жалб қилинган. Шундан 640,0 млн. АҚШ доллари биргаликдаги молиялаштириш асосида амалга оширилган лойиҳалар ҳисобланади. Қуйидаги 5-расм маълумотларида Европа тикланиш ва тараққиёт банки ва Жаҳон банкдан жалб қилинган маблағлар динамикаси келтирилган (5-расм).

Европа тикланиш ва тараққиёт банки томонидан ажратилган жами кредитларнинг умумий ҳажми 1569 млн. долларни ташкил этган бўлса, шундан бугунги кундаги кредит портфелининг умумий миқдори 700 млн.долларни ташкил этмоқда. Жаҳон банки томонидан амалга оширилган молиялаштиришнинг умумий суммаси 6741 млн.долларни ташкил этган бўлса, амалдаги лойиҳалар бўйича молиялаш суммаси 4338 млн. доллардан иборат бўлганини таъкидлаш мумкин. Иқтисодиётнинг корпоратив секторидagi акциядорлик жамиятларини модернизациялаш, техник ва технологик янгилаш, унинг рақобатдошлигини кескин ошириш, экспорт салоҳиятини ошириш, инновацион ва энергия тежовчи технологияларга асосланган янги ишлаб чиқаришларни ташкил этиш, жаҳон бозорида талаб мавжуд бўлган янги турдаги товарлар ишлаб чиқаришни ўзлаштириш, шу орқали мамлакатимизнинг молиявий-иқтисодий барқарорлигини таъминлашда банк

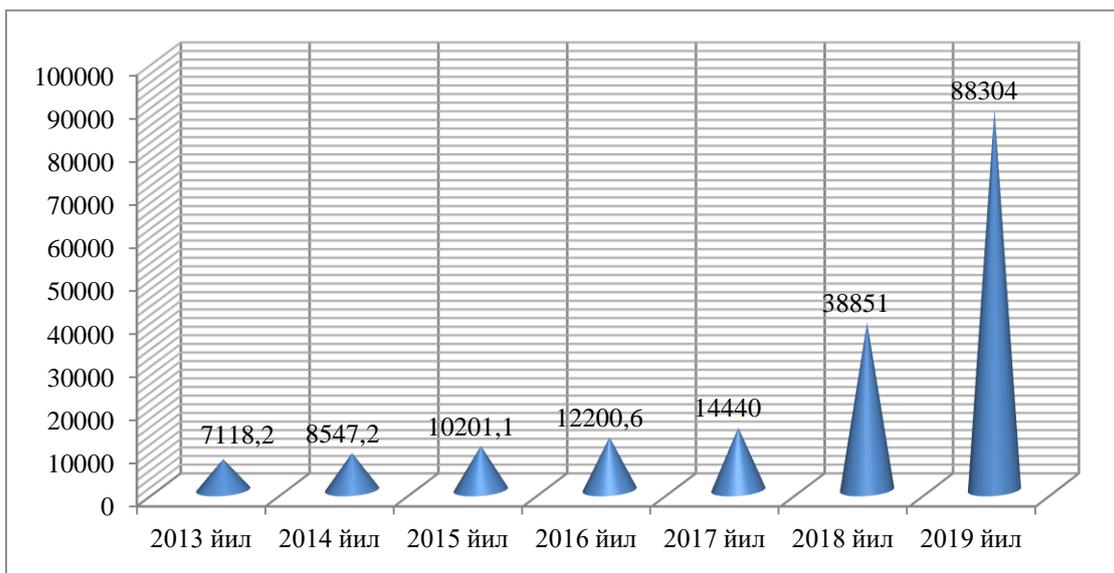
¹² [https://uzpsb.uz/upload/files-Ўзсаноатқурилишбанк АТБ нинг расмий веб сайти маълумотлари асосида тайёрланди.](https://uzpsb.uz/upload/files-Ўзсаноатқурилишбанк_АТБ_нинг_расмий_веб_сайти_маълумотлари_асосида_тайёрланди.)

тизими томонидан олиб борилаётган инвестицион сиёсат ўз самарасини бермоқда.



5-расм. Халқаро капитал бозоридан иқтисодиётнинг корпоратив секторига жалб қилинган маблағлар таҳлили (2019 йил 30 июн ҳолатига)¹³

Тижорат банклари томонидан 2019 йил давомида тижорат банклари томонидан иқтисодиёт реал сектори корхоналарининг инвестицион лойиҳаларини молиялаштиришга 88,3 трлн. сўм ёки 2018 йилга нисбатан 2,3 баробар кўп инвестицион кредитлар, шу жумладан, хорижий кредит линиялари ҳисобидан 2,1 млрд. АҚШ доллари миқдорида кредитлар ажратилди. 2018 йилда эса корпоратив сектор акциядорлик жамиятларига жами 38,8 трлн. сўм инвестицион кредитлар ажратилган бўлса, бу кўрсаткич 2017 йилга нисбатан 2,4 баробарга ортиқни ташкил қилади (6-расм).



6-расм. Тижорат банклари томонидан корпоратив сектор акциядорлик жамиятларига ажратилган инвестицион кредитлар ҳажми(млрд.сўмда)¹⁴

¹³<https://www.adb.org/ru/news/adb-uzbekistan-renew-development-partnership-new-5-year-strategy>-маълумотлари асосида муаллиф томонидан тайёрланди.

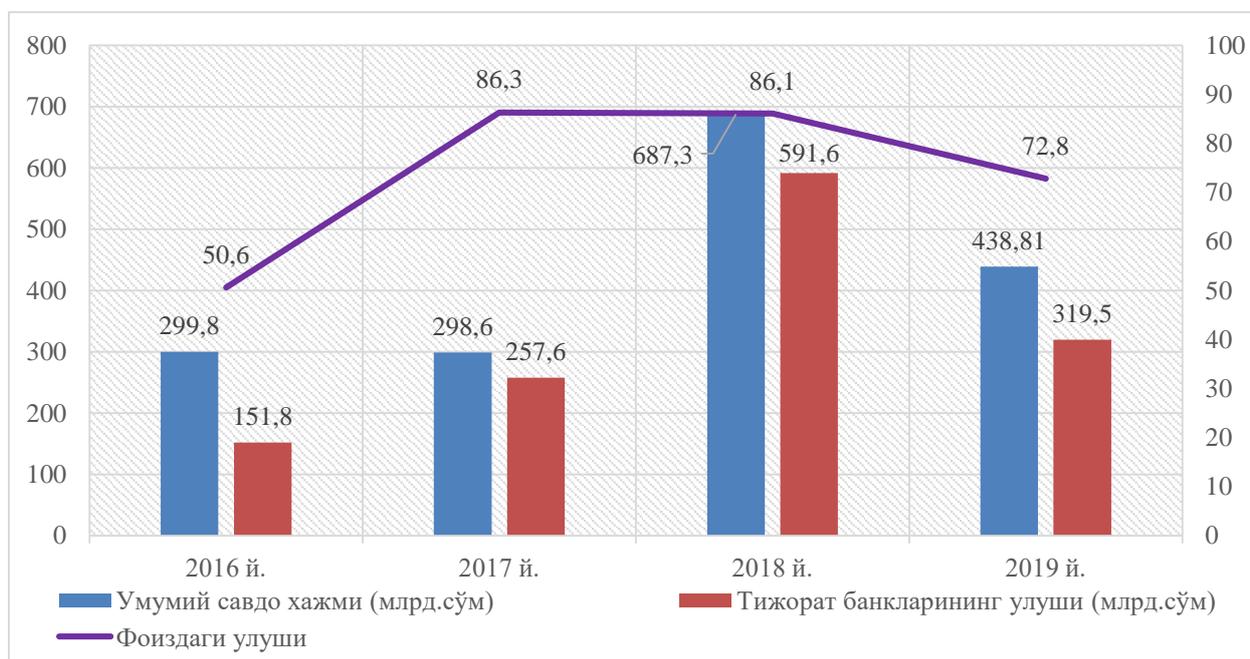
¹⁴ <http://cbu.uz/oz/statistics/financing/73901/> - Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг расмий веб сайти маълумотлари асосида тайёрланди.

Бунда банкларнинг инвестиция фаолияти устувор равишда тармоқларни ривожлантириш, маҳаллийлаштириш ва ҳудудларни ривожлантириш дастурларига киритилган лойиҳаларни ўз вақтида ва тўлиқ молиялаштиришни таъминлашга қаратилди.

2014 йил мобайнида корхоналарни модернизация қилиш, технологик ва техник жиҳатдан қайта жиҳозлаш мақсадларига тижорат банклари томонидан жами 8547,2 млрд. сўм ёки 2013 йилга нисбатан 1,2 баробар кўп инвестицион кредитлар ажратилди. 2016 йилда Республика бўйича жами 12200,6 млрд.сўм инвестицион кредитлар ажратилган бўлиб, бу кўрсаткич 2015 йилга нисбатан 20 % га кўп демакдир. 2019 йилга келиб ушбу кўрсаткич 88304 млрд.сўмдан ошганлигини кузатиш мумкин. Тижорат банкларининг Ўзбекистон иккиламчи биржа бозорида сотилган акциялари ҳажми 2015 йилда 37,35 %ни ташкил этди. Қолган қисми эса банкларнинг янги эмиссия қилинган акцияларини жойлаштириши бирламчи бозор улушига тўғри келди.

Қўйида кўрсатилган 7-расм «Тошкент» Республика фонд биржасида банкларнинг қимматли қоғозлари билан савдолар ҳажми таҳлилига кўра, 2018 йил охирига қадар савдолар ҳажмининг асосий қисми тижорат банклари томонидан амалга оширилган.

2016 йилда банк томонидан қимматли қоғозлар билан амалга оширилган битимларнинг умумий ҳажми 151,8 млрд. сўмни ташкил этди, 2018 йил якунига келиб уларнинг ҳажми 591,6 млрд. сўмга етди ва банкларнинг умумий савдолар ҳажмидаги улуши 86,1 фоизни ташкил этди.



7-расм. Иқтисодий банк секторининг 2016-2019 йилларда фонд биржасида қимматли қоғозлар билан савдолари ҳажми¹⁵

2019 йилда банклар қимматли қоғозлари билан амалга оширилган савдолар ҳажми бироз пасайганлигига қарамай, банкларнинг савдолар ҳажми 319,5 млрд. сўмни ташкил этиб, умумий савдо ҳажмининг 72,8 %ини ташкил этди. Тижорат

¹⁵ «Тошкент» РФБ нинг 2016-2019 й. ҳисоботлари асосида муаллиф томонидан тузилган.

банкларининг Ўзбекистондаги корхоналарни инновацион ривожлантириш манфаатларида иштирок этишини ташкил этишнинг афзаллиги шундаки, улар нафақат анъанавий кредиторлар ва молия бозорининг операторлари, балки институционал инвесторлар, инвестиция маслаҳатчилари, инвестиция воситачилари ва қимматли қоғозлар бозорида бошқа профессионал иштирокчилар сифатида ҳам иштирок эта оладилар.

2019 йил якунларига кўра «Капитал суғурта» АЖнинг устав капитал миқдори 15 млрд.сўмдан ошган бўлса, шундан 21 та юридик шахсга жами устав капиталининг 75,47 % акциялар улуши ва 92 нафар жисмоний шахсга жами устав капиталнинг 24.53 % акциялар улуши тўғри келади. «Капитал суғурта» акциядорлик жамиятида Молиявий қарамлик коэффициенти юқори бўлган шароитда, яъни 2015 йилда 0,65 ни ҳамда 2016 йилда 0,32 ни ташкил қилганда жамиятнинг йиллик молиявий натижаси зарар билан якунланган (1-жавдал).

1-жадвал

«Капитал суғурта» акциядорлик жамияти капитал таркиби ва уни молиявий натижаларга таъсирининг таҳлили¹⁶ (млн. сўм)

№	Кўрсаткичлар	2015 й	2016 й	2017 й	2018 й	2019 й
1.	Пассив жами	53650,9	52312,7	58228,7	86415,1	109661,4
2.	Хусусий капитал	15546,8	14908,5	19210,6	28418,8	29954,2
3.	Суғурта захиралари	28076,4	32614,9	33411,1	51760,3	64068,6
4.	Қарз капитали	10027,8	4789,4	5606,9	6235,9	15638,7
5.	Соф фойда(+) ёки зарар(-)	-5926,9	-1878,9	4411,5	2087,2	472,2
6.	Молиявий қарамлик коэффициенти (D/E)	0,65	0,32	0,29	0,22	0,27
7.	ROA	-	-	0,08	0,02	0,004
8.	ROE	-	-	0,23	0,07	0,01

Албатта ушбу омилга жамият фаолияти билан боғлиқ бошқа омиллар таъсир кўрсатган бўлса-да, мавжуд капиталлар таркибидаги қарз капиталларининг юқори улуши ва ушбу қарз капиталларининг юқори қиймати шароитидаги молиявий харажатлар юки фаолиятнинг соф молиявий натижаси зарар билан якунланганлигини тасдиқлайди. Бироқ 2017-2019 йиллар мобайнида корхонанинг молиявий қарамлик коэффициенти камайиш тенденциясига эга бўлиб бориш билан бир қаторда, унинг йиллик соф фойда ҳажми ҳам ошиб борган. 2019 йил якунлари бўйича «Капитал суғурта» акциядорлик жамиятининг соф фойда ҳажми, 2017-2018 йилларга нисбатан деярли 5-10 баробарга камайгани ҳолда 472,2 млн.дан иборат бўлган.

2017-2018 йилларда молиявий қарамлик коэффициенти мос равишда 0,29 ва 0,22 гача тушиб борган. Мазкур ҳолат хусусий капитал номинал миқдорининг кескин ортиб борганлиги, яъни 2015 йилда 15546,8 млн. сўмдан 2018 йилга келиб, 28418 млн. сўмга ошганлигини кузатиш мумкин. 2018 йилга келиб, хусусий капитал рентабеллигининг кескин тушиб кетишига (2017 йилдаги 0,29 дан 2018

¹⁶ «Капитал суғурта» акциядорлик жамияти йиллик молиявий ҳисоботлари асосида шакллантирилган.

йилга келиб, 0,07га) ҳам асосий таъсир этувчи омил юқори молиявий харажатлар шароитидаги соф фойданинг номинал миқдори пасайиши, яъни 2018 йилга келиб, 2087,2 млн. сўмни ташкил қилганлиги ҳисобланади.

Диссертациянинг «**Капитал бозоридан корпоратив секторга молиявий ресурсларни жалб қилиш механизмини такомиллаштириш**» деб номланган учинчи бобида молиявий ресурсларни жалб қилиш усули сифатида мезонин молиялаштириш самарадорлигини баҳолаш амалиётини жорий этиш истиқболлари, капитал бозоридан молиявий ресурсларни жалб қилишнинг ички корпоратив механизмини такомиллаштириш ҳамда капитал бозоридан корпоратив секторга молиявий ресурсларни жалб қилиш билан боғлиқ рисклар ва уларни камайтириш йўлларига доир тадқиқотлар олиб борилган.

Ҳозирги замон капитал бозорининг ривожланиш тенденциялари ва ўзига хос хусусиятларидан бири ушбу бозор сегментлари ўртасидаги ўзаро муносабатларнинг янада такомиллашуви ҳамда алоҳида давлатларнинг интеграциялашув жараёнлари янада ошиб бораётганлиги ҳисобланади. Капитал бозори учун ушбу хусусиятларни ҳисобга олган ҳолда ва унинг натижаси сифатида анъанавий молиявий инструментлар комбинацияларидан фойдаланиш ҳамда капитални жалб қилишнинг гибрид усуллари шакллантириш эканлигидан келиб чиқиб, муаллифнинг фикрича, мезонин молиялаштириш усулига алоҳида ёндашув зарур.

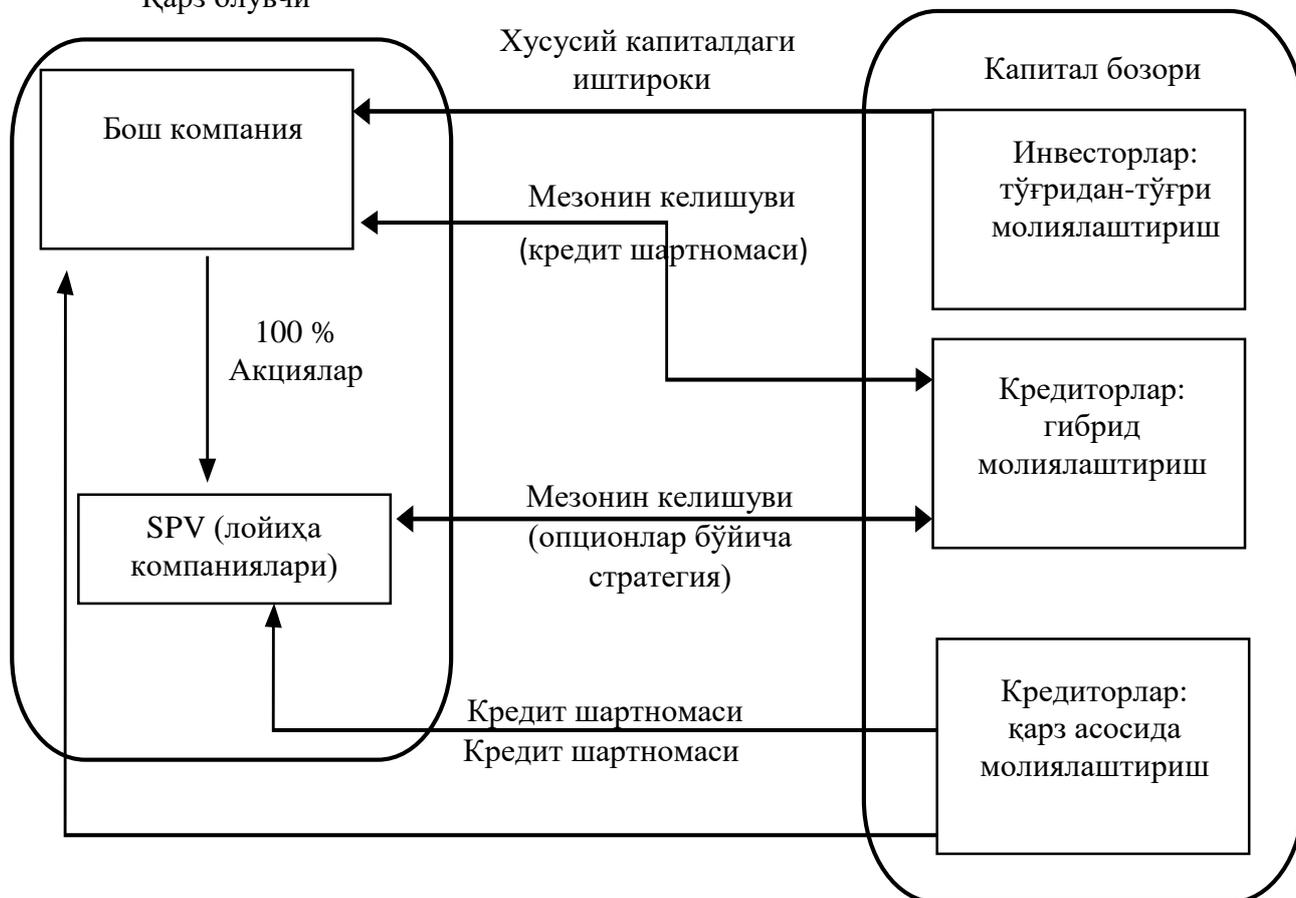
Мезонин тушунчаси италянча - «mezzanino» сўзидан олинган бўлиб, «ўртача, оралиқ» деган ёки турар жой биносининг ўрта қисмларини созлаш, тўғрилаш деган маъноларни англатади. Мезонин молиялаштириш корпоратив молиялаштиришнинг гибрид инструментларидан бири бўлиб, мантиқан ёндашилса, банклар томонидан кредитлаш ва компанияга тўғридан-тўғри инвестиция киритиш оралиғида жойлашган бўлиши мумкин. Халқаро амалиёт таҳлили кўрсатадики, мезонин молиялаштириш тушунчаси 30 йилдан ортиқ давр мобайнида мавжуд бўлиб, мамлакатимиз амалиётида эса янги ўрганилаётган илмий тадқиқот йўналишларидан бири ҳисобланади.

АҚШда мезонин молиялаштириш билан боғлиқ амалиётларда 1980 йилларда дастлаб асосан суғурта компаниялари, кредит ва жамғарма ташкилотлари иштирок этган. 2008-2009 йилларга келиб, Европа кредит бозорида мезонин молиялаштириш асосида маблағ жалб қилишнинг мақсадаларини ўзгариши, мезонин молиялаштиришдан қарз маблағларини жалб қилишга доир битимларини тузишда фойдаланила бошлади. Таҳлил натижалари кўрсатишича, бугунги кунда АҚШда мезонин молиялаштириш бўйича инвесторлар сифатида хедж фондлар, пенсия фондлари, суғурта компаниялари, инвестиция-пай фондлар, номолиявий компаниялар ҳамда тижорат банкларини келтириш мумкин. Россияда ҳам бугунги кунда мезонин молиялаштиришдан муҳим инструмент сифатида фойдаланиш амалиёти кундан-кунга ривожланиб бораётганлигини таъкидлаш мумкин.

Россия Федерациясида биринчи мезонин молиялаштириш фонди 2009 йилда New Russia Growth компанияси томонидан ташкил этилган бўлиб, компаниянинг инвесторлари ЕТТБ ва «Номос-банк» сингари хусусий ва институционал инвесторлар ҳисобланади.

Мезонин молиялаштиришнинг бошқа молиялаштириш манбаларига нисбатан лойиҳалар бўйича мослашувчанлиги, кредит шартномаси шартларини бажариш имкониятлари камайиши ҳолатида, корпоратив бошқарувнинг молиявий рискларини камайтиришни истаган қарздор учун устунлик ҳисобланади. Корпоратив рискларни чегараловчи инструмент, шунингдек, кредиторнинг корпоратив бошқарувга таъсири - акциядорлик келишуви бўлиб, унинг доирасида томонларнинг активларга бўлган эгаллик ҳуқуқи билан боғлиқ, томонларнинг қўшимча ҳуқуқ ва мажбуриятлари жорий этилади. Мезонин молиялаштиришнинг бошқа молиялаштириш манбаларидан устувор жиҳатларидан бири, алоҳида лойиҳалар бўйича мулкӣ муносабатларда устунликка эга ҳисобланган лойиҳа компаниялари (SPV¹⁷) шуғулланиши ҳисобланади (8-расм).

Қарз олувчи



8-расм. Гибрид молиялаштириш инструментларидан фойдаланиш асосида капитал бозоридан молиявий ресурсларни жалб қилиш жараёни¹⁸

Таҳлил асосида капитал бозоридан молиявий ресурсларни жалб қилиш инструментларининг қиёсий тавсифини шакллантирилиб, унда мезонин молиялаштиришдан фойдаланишда ушбу усулнинг қарз олувчи ва кредитор учун кучли ва заиф томонлари ҳам акс эттирилади (2-жадвал).

¹⁷ SPV – (special purpose vehicle) - маълум лойиҳани амалга ошириш учун ёки маълум бир мақсадда ташкил этилган компания ёки айрим ҳолатларда “лойиҳалаш компанияси” дейилади.

¹⁸ Муаллиф томонидан тузилган.

**Капитал бозоридан молиявий ресурсларни жалб қилиш
инструментларининг қиёсий кўрсаткичлари**

Кўрсаткичлар	Қарзга оид кредитлаш	Мезонин молиялаштириш	Тўғридан-тўғри инвестициялар
Банк сектори инструментлари	Кредит шартномаси	Кредит шартномаси	Пайлар
Молиявий бозор инструментлари	Облигациялар	Опционлар, Варантлар	Акциялар, пайлар
Таъминотнинг асосий тури	Компания активлари	Компаниянинг хусусий капитали	Йўқ
Инвесторнинг мақсадли даромадлиги, %	10-15	15-20	28-40
Корпоратив бошқарувдаги иштироки	Йўқ	Мумкин	Ҳа
Инвестор/кредиторнинг чиқиш стратегияси	Қарздор қарзларни қайтариши	Қарзни қоплаш Компаниянинг капиталдаги улушида иштирок этиш	Компаниядаги улушни сотиш
Қарз олувчи учун рисклар	Молиявий рисклар	Корпоратив бошқарув рисклари. Молиявий рисклар Солиқ рисклари	Корпоратив бошқарув rischi
Қарз берувчи учун рисклар	Кредитнинг қайтмаслик rischi	Кредитнинг қайтмаслик rischi Молиявий рисклар Солиқ рисклари	Молиявий рисклар

Мамлакат капитал бозорида мезонин молиялаштиришни жорий қилиш самарасини баҳолаш моделини йирик компаниялар учун улар тўғрисидаги умумлашган маълумотлар асосида қўллаш мумкин эмас, чунки бу борада ҳар бир йирик корхона ўз саноат тармоғи, молиявий, операцион, ҳуқуқий йўналишлари бўйича алоҳида ўзига хос хусусиятга эга бўлиб, бу эса ҳар бир йирик компания бўйича алоҳида ҳисоб-китобларни амалга оширишни талаб қилади. Олиб борилган таҳлиллар кўрсатдики, корхонанинг қарз маблағлари бўйича юки ва корхонанинг фаолият рентабеллиги ўртасида боғлиқлик (қарамлик) мавжуд эмас, деган хулосани шакллантириш имконини беради.

Капитал бозоридан молиявий ресурсларни жалб қилиш жараёнида компания ўзаро боғлиқ икки вазифани ҳал қилади: биринчи навбатда кенгайтирилган ва амалдаги ишлаб чиқариш жараёнини зарур молиявий ресурслар билан таъминлаш; иккинчидан, ички ва ташқи омилларни ҳисобга олган ҳолда иқтисодий мақбул шароитларда компания капитали таркиби ва қийматини оптималлаштириш. Ушбу муаммоларнинг тўғри ечимини топиш мезонлари компаниянинг молиявий ҳолати ва унинг капитал тузилмасини яхшилаш, инвестиция дастурларини амалга ошириш ҳамда унинг қийматини

оширишдан иборат. Капитал бозорида молиявий ресурсларни жалб қилиш бўйича лойиҳани амалга ошириш жараёнида шакллантирилувчи ҳужжатлар мажмуи ўзаро боғлиқ бўлган тизим бўлиб, унинг элементлари бир-бирини тўлдиради ва молиявий ресурсларни жалб қилиш натижалари ҳамда компания молиявий бошқарувини яхшилаш учун зарурдир.

Корпоратив секторда фаолият юритаётган ҳар қандай акциядорлик жамияти тадбиркорлик фаолиятини амалга ошириш жараёнида молиялаштириш манбалари ва ҳажмларини аниқлаш муаммосига дуч келади. Капитал бозоридан молиявий ресурсларни жалб қилиш жараёни акциядорлик жамиятининг молиявий стратегиясига мувофиқ амалга оширилади. Молиявий ресурслар жалб қилишнинг асосий мақсади молия менежментининг асосий мақсади билан узвий боғлиқ бўлиб, корхона фаолиятини молиялаштириш манбаларини шакллантиришдан иборат. Капитал бозоридан молиявий ресурсларни жалб қилиш жараёни, сегментнинг туридан қатъий назар (глобал, миллий, маҳаллий) мураккаб ва кўп қиррали жараён бўлиб, ушбу жараёнлар турли кўринишдаги рисклар билан боғлиқ ва ушбу рискларнинг юз бериши тўғридан-тўғри ёки билвосита компания молиявий ҳолатига салбий таъсир кўрсатиши мумкин.

Корпоратив сектор корхоналари учун хатарлар комплекс хусусиятга эга бўлиб, улар келиб чиқиш манбасига кўра ташқи омиллар ва ички омиллар таъсирида юзага келган хавфлар бўлиши мумкин. Таҳлил жараёнида компания томонидан жалб қилинадиган маблағлар ҳажмига таъсир кўрсатувчи ички омилларни алоҳида ажратиб олиш мақсадга мувофиқ, булар: корхонанинг тавсифлари, унинг молиявий ҳолати ва инвестиция сиёсати, активлар айланувчанлиги, ишлаб чиқариш жараёнига инновацион ёндашув мавжудлиги, корхонада қарз юки даражаси. Шунинг учун, капитал бозоридан молиявий ресурсларни жалб қилиш хатарларини таҳлил қилишда молиявий ресурсларни жалб қилиш жараёни ва маблағни жалб қилаётган компаниянинг молиявий ҳолатига таъсир кўрсатувчи омилларни ажратиб олиш керак.

ХУЛОСА

Иқтисодиётнинг корпоратив секторига капитал бозоридан молиявий ресурсларни жалб қилиш амалиётини такомиллаштиришга доир илмий тадқиқотлар натижасида қуйидаги асосий хулосалар шакллантирилди.

1. Иқтисодиётнинг корпоратив сектори мамлакат ижтимоий - иқтисодий тараққий этишида муҳим аҳамият касб этиб, ушбу секторни ривожлантириш орқали аҳоли бандлигини таъминлаш ва ижтимоий фаровонликни таъминлаш, ишлаб чиқариш жараёнларига инновацион ёндашувларни татбиқ этиш орқали маҳсулот таннархини оптималлаштириш, халқаро капитал бозоридан молиявий ресурсларни жалб қилиш орқали акциядорлик жамиятлари интеграциялашув жараёнларини янада ривожлантириш имконини беради.

2. Илмий тадқиқот ишларида капитал бозори ривожланишининг замонавий хусусиятларига мос равишда иқтисодиётнинг корпоратив сектори томонидан молиявий ресурсларни жалб қилиш усуллари ва механизмига доир ёндашувлар

етарлича тадқиқ этилмаган. Капитал бозорини ривожлантиришга доир давлат дастури ва корпоратив молиявий стратегияларнинг илмий асосланганлигини ривожлантириш мақсадида капитал бозори махсус функцияларни амалга оширувчи (капитални жамғарма шаклидан инвестицияга йўналтирувчи) ва бозор иштирокчилари томонидан жалб қилинган молиявий ресурслардан мақсадли фойдаланувчи молия бозорининг муҳим элементи эканлигини алоҳида ажратиб кўрсатиш мақсадга мувофиқ.

3. Иқтисодиётнинг корпоратив секторини халқаро замонавий ёндашувлар асосида ривожлантириш молиявий ресурсларни жалб қилиш усулларини молиялаштиришнинг гибрид инструментларини жорий этиш ва босқичма-босқич кенгайтириш орқали эришиш мумкин. Капитал бозоридан молиявий ресурсларни жалб қилишда акциядорлик жамиятлари фаолиятини «Мезонин» усули орқали молиялаштириш амалиётини жорий этиш риск ва даромадлиликнинг ўзаро боғлиқлиги нуктаи назаридан капитал жалб қилишни оптималлаштириш билан бирга капитал бозоридан молиявий ресурслар жалб қилувчи акциядорлик жамиятлари сони ошишига хизмат қилади.

4. Капитал бозоридан молиявий ресурсларни жалб қилиш амалиёти ўзига хос мураккаб, кўп омилли жараён бўлиб, акциядорлик жамиятлари томонидан жалб қилинган капиталнинг ўртача тортилган қиймати ва риск даражасини миқдорий баҳолаш услубларини жорий этиш орқали инвестицион лойиҳаларнинг иқтисодий самарадорлигини баҳолашнинг халқаро услубиятини миллий акциядорлик жамиятлари амалиётига татбиқ этиш имкониятларини оширади.

5. Бугунги кунда мамлакатимиз акциядорлик жамиятлари томонидан халқаро капитал бозоридан молиявий ресурслар жалб қилиш амалиёти ривожланиб бориши шароитида, мазкур жараёнларга нафақат тижорат банклари, балки иқтисодиётнинг реал сектори корхоналарини кенгроқ жалб қилиш лозим. Ушбу амалиётни такомиллаштириш орқали мазкур акциядорлик жамиятларининг устав капиталида давлатнинг улушини босқичма-босқич камайтириш, халқаро молия бозорига интеграциялашувни кучайтириш, мустақил халқаро рейтинг индексларига эга бўлиш ва замонавий корпоратив бошқарув механизмини ривожлантиришга ижобий таъсир кўрсатади.

6. Ўзбекистон капитал бозори ривожланишининг мутлақ ва нисбий кўрсаткичлари Осиёнинг аксарият мамлакатларига нисбатан паст даража ривожланганлиги макро даражадаги молия ва пул-кредит сиёсатини такомиллаштириш заруратини кўрсатиб бермоқда. Ўз навбатида, иқтисодиётнинг турли соҳаларидаги капиталларни ўзаро бирлаштириш ва бир-бирига қўшилиш асосида йирик корпоратив тузилмаларини ташкил қилиниши капитал бозоридан молиявий ресурсларни жалб қилиш ва қайта тақсимлаш механизмини ривожлантириш орқали иқтисодиёт тармоқларида капитал айланувчанлигини тезлаштиришга ижобий таъсир этади.

7. Иқтисодиёт корпоратив секторининг молиявий ресурсларга талаби миллий капитал бозори томонидан етарли даражада таъминланмаётгани иқтисодиётда такрор ишлаб чиқариш жараёнларига салбий таъсир этиш орқали иқтисодий ўсишдаги имкониятлардан тўлиқ фойдаланмасликни кўрсатади.

Хусусан, иқтисодиётнинг корпоратив секторига қўшимча молиявий ресурсларни жалб қилиш орқали молиялаштиришга доир муаммоларни бартараф этиш, инвестицион жозибадорликни ошириш ҳамда банк кредитларига муқобил манба сифатида масъулияти чекланган жамиятларга корпоратив облигациялар ҳуқуқини бериш лозим. Бундай амалиётни жорий этиш халқаро амалиётда кенг фойдаланиб келинаётган молиявий инструментлардан кенг фойдаланиш орқали капитал бозорини янада такомиллаштириш имконини беради.

**НАУЧНЫЙ СОВЕТ DSc.03/10.12.2019.I.16.01 ПО ПРИСУЖДЕНИЮ
УЧЕНОЙ СТЕПЕНИ ПРИ ТАШКЕНТСКОМ ГОСУДАРСТВЕННОМ
ЭКОНОМИЧЕСКОМ УНИВЕРСИТЕТЕ**

**ТАШКЕНТСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ ЭКОНОМИЧЕСКИЙ
УНИВЕРСИТЕТ**

ХАСАНОВ ХАЙРУЛЛО НАСРУЛЛАЕВИЧ

**СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ ПРАКТИКИ ПРИВЛЕЧЕНИЯ
ФИНАНСОВЫХ РЕСУРСОВ С РЫНКА КАПИТАЛА В
КОРПОРАТИВНЫЙ СЕКТОР ЭКОНОМИКИ**

08.00.07 - Финансы, денежное обращение и кредит

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

Тошкент – 2020

Тема диссертации доктора философии (PhD) по экономическим наукам зарегистрирована Высшей аттестационной комиссией при Кабинете Министров Республики Узбекистан под номером В2020.2.PhD/Iqt988.

Диссертация выполнена в Ташкентском государственном экономическом университете.

Автореферат диссертации на трех языках (узбекский, русский, английском) размещен на веб-странице научного совета (tdiu.uz) и на информационно-образовательном портале «Ziynet» (www.ziynet.uz).

Научный руководитель: **Эшов Мансур Пулатович**
доктор экономических наук, доцент

Официальные оппоненты: **Каримов Нейматилла Фатхуллаевич**
доктор экономических наук, профессор
Курбонов Жавлонбек Журабекович
доктора философии по экономическим наукам (PhD), доцент

Ведущая организация: **Самаркандский институт экономики и сервиса**

Защита диссертации состоится «___» _____ 2020 года в ___ на заседании научного совета DSc.3/10.12.2019.I.16.01 по присуждению ученой степени при Ташкентском государственном экономическом университете. Адрес: 100003, г. Ташкент, улица Ислама Каримова, 49, Тел.: (71) 239-28-72, Факс: (71) 239-43-51; e-mail: tdiu@tdiu.uz.

С диссертацией можно ознакомиться в Информационно-ресурсном центре Ташкентского государственного экономического университета (регистрационный №___). Адрес: 100003, г. Ташкент, улица Ислама Каримова, 49, Тел.: (71) 239-28-72, Факс: (71) 239-43-51; e-mail: tdiu@tdiu.uz.

Автореферат диссертации разослан «___» _____ 2020 года.

(протокол реестра №___ от «___» _____ 2020 года).

Н.Х. Жумаев

Председатель научного совета по присуждению ученой степени, д.э.н., профессор

У.В. Гафуров

Ученый секретарь научного совета по присуждению ученой степени, д.э.н., профессор

С.К.Худойкулов

Председатель научного семинара при научном совете по присуждению ученой степени, д.э.н., доцент

ВВЕДЕНИЕ (аннотация диссертации доктора философии (PhD))

Актуальность и востребованность темы диссертации. Совершенствование международного рынка капитала требует от отдельных стран соответствующего развития финансового рынка и его основных сегментов. В практике зарубежных стран корпоративный сектор является одним из основных источников формирования доходов государственного бюджета и занимает особое место в обеспечении занятости населения и развитии экономики страны. В частности, если в США 5 % от общего числа компаний приходится на корпоративный сектор, то 80 % объема продаж в стране, 88 % в структуре ВВП, 53 % всего занятого населения приходится на долю этого сектора. В Канаде доля корпоративного сектора в ВВП страны составляет 81,0 %, в то время как 63,6 % населения занято в этом секторе. В Российской Федерации доля корпоративного сектора в формировании ВВП страны составляет 76 %, а доля занятого населения-54,8 %.¹

В мировой практике обеспечение непрерывности производственных и сервисных процессов за счет привлечения финансовых ресурсов с национального и международного рынков капитала в корпоративный сектор экономики, поддержания финансовой устойчивости компаний, обеспечения занятости населения, внедрения новых финансовых инструментов финансирования и т.д. является одним из важных вопросов, особенно в условиях мировой пандемии. В настоящее время в мировой экономике ведутся научно-исследовательские работы по важным направлениям по внедрению современных инструментов привлечения финансовых ресурсов с рынка капитала в корпоративный сектор экономики, повышению эффективности финансирования, применению современных методов эконометрического моделирования в процессе принятия финансовых решений.

В Стратегии действий по дальнейшему развитию Республики Узбекистан на 2017-2021 годы были определены приоритетные задачи по «привлечению капитала, развитию фондового рынка как альтернативного источника размещения свободных ресурсов предприятий, финансовых институтов и населения, дальнейшему развитию международного экономического сотрудничества, в том числе расширению связей с ведущими международными и зарубежными финансовыми институтами, продолжению реализации продуманной политики по внешним долгам и эффективному использованию кредитов»². Обеспечение эффективной реализации этих задач, положительное решение таких проблем, как дальнейшее развитие бизнеса в акционерных обществах корпоративного сектора страны в соответствии с современными тенденциями развития, устранение экономических и финансовых «препятствий», связанных с формированием финансовых ресурсов, разработка стратегий и дорожных карт развития финансового рынка Узбекистана на среднесрочную и долгосрочную перспективу, требует разработки научных

¹<http://datatopics.worldbank.org/world-development-indicators/themes/economy.html#growth-and-structure>-Анализ данных отчета Всемирного банка

² Указ Президента Республики Узбекистан от 7 февраля 2017 года № УП-4977 «О Стратегии действий по дальнейшему развитию Республики Узбекистан». - www.lex.uz.

предложений и практических рекомендаций по реализации мероприятий, направленных на дальнейшее совершенствование взаимных финансовых отношений между рынком капитала и корпоративным сектором.

Настоящее диссертационное исследование в определенной степени служит реализации задач, указанных в Указах Президента Республики Узбекистан от 7 февраля 2017 года № УП-4977 «О стратегии действий по дальнейшему развитию Республики Узбекистан», от 14 января 2019 года № УП-5630 «О мерах по коренному совершенствованию системы управления государственными активами, антимонопольного регулирования и рынка капитала», от 24 апреля 2015 года № УП-4720 «О мерах по внедрению современных методов корпоративного управления в акционерных обществах», в Постановлениях Президента Республики Узбекистан от 24 января 2019 года № ПП-4127 «Об организации деятельности агентства по развитию рынка капитала Республики Узбекистан», от 31 января 2019 года № ПП-4141 «О мерах по организации выпуска международных облигаций и поддержанию суверенного кредитного рейтинга Республики Узбекистан», от 2 апреля 2019 года № ПП-4258 «Об эффективном использовании средств, полученных от размещения первых суверенных международных облигаций Республики Узбекистан», от 21 июля 2018 года № ПП-3877 «О дополнительных мерах по диверсификации источников внешнего финансирования», в постановлении Кабинета Министров Республики Узбекистан от 10 мая 2017 года № 268 «Об организации проведения публичного предложения акций на фондовой бирже» и в других нормативно-правовых документах, относящиеся к данной сфере.

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

Степень изученности проблемы. Особенности развития международных и национальных рынков капитала и проблемы, связанные с развитием этих рынков, а также вопросы привлечения капитала с финансового рынка в корпоративный сектор, изучены зарубежными учеными, как Г.Марковиц, У.Шарп, У.Мертон, Д.Сигел, Ф.Мишкин, А.Дамодаран, Я.Миркин, Б.Рубцов, А.Витченко, А.Абгарян, Л.Борлакова, В.Иванова, М.Касимова и ряд другими учеными и исследователями, результаты исследований которых нашли отражение в их трудах и научных работах³.

³ Markowitz H.M. Portfolio Selection. New Hawen, Conn.: Yale University, Press 1959.; Sharpe W.F. Simplified Model of Portfolio Analysis//Management Science. January 1963.; Боди З., Мертон Р. Финансы.: Пер. с англ. – М.: Издательский дом «Вильямс», 2005. – 347 с.; Сигел Дж. Долгосрочные инвестиции в акции. 4-е изд. – СПб.: Питер, 2010. – 416 стр. ; Frederic S. Mishkin Economics of Money, Banking, and Financial Markets (10th Edition) Prentice Hall, 2012 p. 720.; Aswath Damodaran Applied Corporate Finance 4th Edition Wiley, 4 edition, 2014, p 656.; Миркин Яков Моисеевич Российский рынок ценных бумаг: Влияние фундаментальных факторов, приоритеты и механизм развития. Дисс. д.э.н., – М., 2003.; Рубцов Борис Борисович Мировые фондовые рынки: Проблемы и тенденции развития. Дисс.д.э.н., – М., 2000.; Витченко, Алексей Борисович Фондовый рынок как механизм привлечения инвестиций в российской экономике. Дисс.к.э.н., – М., 2007.; Абгарян А.А. Развитие российского рынка акционерного капитала в современных условиях. Дисс...к.э.н., – М., 2015.; Борлакова

Вопросы финансирования деятельности акционерных обществ и эффективного управления финансовыми ресурсами через развитие рынка капитала, в том числе рынка ценных бумаг в республике изучены в научно-исследовательских работах, таких ученых, как И.Л.Бутиков, Ш.Ш.Шохаъзамий, М.Б.Хамидулин, Р.Х.Карлибаева, С.Э.Элмирзаев, Ж.И.Каримкулов, Ф.Т.Мухамедов, Х.А.Қурбонов, К.Х.Акрамов, Д.Б.Бегматова, Б.К.Сатторов, У.Р.Халиков, Х.Х.Худойкулов, Ж.Ж.Қурбонов, Н.Р.Турсунова, Қ.Р.Чинқулов⁴.

В научно-исследовательской работе вышеуказанных ученых наряду с изучением научно-методических проблем привлечения финансовых ресурсов акционерными обществами были исследованы перспективы развития фондового рынка в нашей стране. Однако научно-практические аспекты привлечения финансовых ресурсов с рынка капитала в корпоративный сектор экономики и существующие проблемы в этой сфере отдельно не исследуются. Такое положение обуславливает актуальность выбранной темы.

Связь темы диссертации с научно-исследовательскими работами высшего учебного заведения, где выполнена диссертация. Диссертационная работа выполнена в соответствии с научно-исследовательской работой Ташкентского государственного экономического университета на тему «Совершенствование научно-методических основ и методик обеспечения макроэкономической стабильности и прогнозирования социально-экономического развития Узбекистана».

Цель исследования заключается в разработке научных предложений и практических рекомендаций по совершенствованию практики привлечения финансовых ресурсов с рынка капитала в корпоративный сектор экономики.

Л.А. Влияние IPO на конкурентоспособность российских компаний. Автореф...к.э.н., – М., 2013.; Иванова В. Рынок капиталов: сущность, содержание и его место в системе рыночных отношений// Фундаментальные исследования - 2016.; Касимова М. Современные финансовые рынки: Монография. М.: Проспект, 2014 г.

⁴ Бутиков И.Л. Проблемы формирования и функционирования рынка ценных бумаг в Узбекистане: Дисс. д.э.н. – Т., 2009 г.; Шохаъзамий Ш.Ш. Системное развитие рынка ценных бумаг в регулятивной взаимосвязи с реальной экономикой/Монография. – Т.: Fan va texnologiya, 2012. – 448 с.; Хамидулин М.Б. Развитие финансового механизма корпоративного управления. Дисс...д.э.н. – Т., 2008.; Карлибаева Р.Х. Акциядорлик жамиятларида молиявий менежмент тизимини самарали ташкил этиш йўллари: дисс. автореферати. и.ф.д. – Тошкент, 2018. – 14 б.; Элмирзаев С.Э. Корпоратив молияни бошқаришда солиқ муносабатларини такомиллаштириш. и.ф.д. диссертация автореферати. –Т.: БМА, 2017. 64 б.; Каримкулов Ж.И. Ўзбекистон иктисодиётида кимматли қоғозлар бозори ролини ошириш йўллари: и.ф.н. ил. даража. олиш учун тақдим этилган дисс. Автореферати - Тошкент, 2012.-20 б.; Мухамедов Ф.Т. Ўзбекистонда кимматли қоғозлар бозори савдо тизимларини ривожлантириш йўналишлари. 08.00.07 – «Молия, пул муомаласи ва кредит» ихтисослиги бўйича иктисодиёт фанлари доктори (DSc) диссертацияси автореферати. ТМИ, Тошкент-2019 й.; Курбанов Х.А. Корпоративные финансы. Учебное пособие. – Т.: Iqtisod-moliya, 2007. –184 с.; Акрамов К.Х. Совершенствование финансового обеспечения модернизации акционерных предприятий посредством ценных бумаг. Автореф...к.э.н. – Т., 2011.; Бегматова Д.Б. Акциядорлик жамиятларида корпоратив бошқарувнинг самарадорлигини баҳолаш усулларини такомиллаштириш. Икт. фан. бўй. фал. док. (PhD). автореф. – Т., 2017.; Саттаров Б.К. Ўзбекистонда ипотека қимматли қоғозлари бозорини шакллантириш йўллари. Автореф...и.ф.н.-БМА. 2012.; Халиков У.Р. Ўзбекистонда фонд бозори орқали инвестицион фаолиятни молиялаштиришни такомиллаштириш. и.ф.д. (PhD) автореф. – Т., 2017.; Худойкулов Х.Х. Фонд бозори активларини баҳолаш механизминини такомиллаштириш: Иктисодиёт фанлари бўйича фалсафа доктори (PhD) дисс. автореферати – Тошкент, 2018. - 24 б.; Қурбонов Ж.Ж. Давлат ва корпоратив тузилмалар ўртасидаги ўзаро молиявий муносабатларни самарали ташкил этиш истиқболлари. и.ф.д.(PhD) диссертацияси автореферати –Т.: БМА, 2019. 50 б.; Турсунова Н.Р. Корпоратив молияни бошқаришда молиявий таъминотни самарали ташкил этиш йўллари и.ф.д.(PhD) диссертацияси автореферати –Т.: 2019. 52 б.; Чинқулов Қ.Р. Акциядорлик жамиятларини корпоратив кимматли қоғозлар орқали молиялаштиришни такомиллаштириш и.ф.д.(PhD) диссертацияси автореферати-Т.2019. 66 б.

Задачи исследования:

выявление значимости и концептуальных основ развития деятельности рынка капитала в обеспечении экономического развития;

исследование организационно-экономического механизма и основных особенностей привлечения финансовых ресурсов с рынка капитала в корпоративный сектор;

разработка рекомендаций по эффективному использованию в нашей стране практики привлечения финансовых ресурсов с рынка капитала в корпоративный сектор на основе изучения опыта зарубежных стран;

анализ практики привлечения финансовых ресурсов с международного рынка капитала в корпоративный сектор экономики и формирование соответствующих выводов;

формирование предложений на основе анализа механизма привлечения финансовых ресурсов с рынка капитала в акционерные общества корпоративного сектора экономики;

определение перспектив внедрения в практику оценки эффективности «мезонинского» финансирования как метода привлечения финансовых ресурсов;

разработка методических рекомендаций по формированию внутреннего корпоративного механизма привлечения финансовых ресурсов с рынка капитала;

выявление рисков, связанных с привлечением финансовых ресурсов с рынка капитала в корпоративный сектор и путей их снижения.

Объектом исследования. В качестве объекта исследования выбран корпоративный сектор, в том числе деятельность акционерных обществ, действующих в финансовом секторе в нашей стране.

Предметом исследования являются финансовые отношения, возникающие в процессах привлечения финансовых ресурсов корпоративным сектором экономики на рынке капитала.

Методы исследования. В диссертации использованы такие методы, как обобщение, группировка, абстрактно-логическое мышление, перспективное прогнозирование, индукция и дедукция, корреляционно-регрессионный анализ.

Научная новизна исследования заключается в следующем:

усовершенствовано финансирование деятельности акционерных общества на основе использования гибридных инструментов при привлечении финансовых ресурсов с рынка капитала;

усовершенствовано привлечение капитала акционерными обществами на основе внедрения методов количественной оценки средневзвешенной стоимости капитала и риска в повышении финансовых возможностей инвестиционных проектов;

усовершенствован метод оценки эффективности использования финансового инструмента на основе введения факторов снижения затрат при описании обслуживания долга;

предложено предоставить право выпуска корпоративных облигаций обществам с ограниченной ответственностью, осуществляющим деятельность в корпоративном секторе экономики.

Практические результаты исследования заключаются в следующем:

раскрыты и обобщены принципы функционирования рынка капитала, систематизированы современные особенности этого рынка, а также финансовой инфраструктуры, уточнена понятийный аппарат рынка;

обоснованы практические рекомендации по совершенствованию использования методов привлечения финансовых ресурсов корпоративным сектором на рынке капитала;

разработаны научные предложения по формированию корпоративных механизмов привлечения финансовых ресурсов с рынка капитала и обоснованы практические подходы к оценке эффективности привлечения финансовых ресурсов;

обосновано, что спрос корпоративного сектора на финансовые ресурсы в Узбекистане недостаточно обеспечен внутренним рынком капитала, и обосновано предложение по развитию финансовых отношений с международными рынками капитала как одного из наиболее быстрых решений этой проблемы;

выявлено, что рынок ценных бумаг в Узбекистане не достаточно развит и что это приводит к некоторым проблемным аспектам в привлечении финансовых ресурсов корпоративным сектором, а также относительно низкий уровень рентабельности в этом секторе экономики.

Достоверность результатов исследования. Достоверность результатов исследования определяется результатами изучения научных взглядов авторов исследования, посвященным тенденциям развития рынка капитала, теоретическим и практическим проблемам привлечения финансовых ресурсов в корпоративный сектор экономики, исследованию передового опыта зарубежных стран в данной области, экспертных оценок, а также тем, что данные получены из официальных источников Министерства финансов Республики Узбекистан, Агентства по развитию рынка капитала, Агентства по управлению государственных активов, Фондовой биржи, Государственного комитета Республики Узбекистан по статистике, АО «Капитал сугурта», а предложения и рекомендации внедрены на практике, полученные результаты одобрены компетентными организациями.

Научная и практическая значимость результатов исследования. Научная значимость результатов исследования определяется тем, что научно-теоретические выводы, предложения и рекомендации, разработанные в диссертации, могут быть использованы при разработке теоретических аспектов привлечения финансовых ресурсов с рынка капитала в корпоративный сектор экономики, при определении основных направлений эффективного использования привлеченных финансовых ресурсов, привлечения финансовых ресурсов с международного рынка капитала, при проведении фундаментальных исследований по развитию рынка капитала в нашей стране.

Практическая значимость результатов исследования объясняется тем, что рекомендации по внедрению современных инструментов привлечения финансовых ресурсов с рынка капитала, модели привлечения финансовых ресурсов на рынке капитала, математических правила оценки риска привлечения финансовых ресурсов и рекомендации по их снижению, практические рекомендаций по совершенствованию механизма привлечения финансовых

ресурсов могут быть использованы финансовыми менеджерами по привлечению финансовых ресурсов при обосновании методов привлечения этих ресурсов корпоративным сектором на рынке капитала.

Введение результатов исследования. На основе научных результатов по совершенствованию привлечения финансовых ресурсов корпоративным сектором на рынке капитала, разработанных и предложенных диссертантом, внедрены:

предложение по апробации методического подхода к оценке эффективности привлечения финансовых ресурсов и гибридного метода привлечения финансовых ресурсов применительно к «мезонинскому» финансированию было внедрено в деятельность АО «Kapital sug'urta» (справка АО «Kapital sug'urta» от 5 мая 2020 года № 14). В результате усовершенствована процедура оценки эффективности использования финансовых ресурсов и разработан инновационный метод привлечения финансовых ресурсов;

предложение по внедрении усовершенствованных методических правил, таких как количественная оценка средневзвешенной стоимости капитала, привлекаемого акционерными обществами, и риска в повышении финансовых возможностей инвестиционных проектов внедрено в деятельность АО «Kapital sug'urta» (справка АО «Kapital sug'urta» от 5 мая 2020 года № 14). В результате достигнуто привлечение дополнительно 1200.0 млн.сумов для финансирования проектов, направленных на расширение деятельности акционерных обществ;

предложение по внедрению в практику усовершенствованной формулы расчета эффективности финансового инструмента с учетом фактора «затраты на обслуживание долгов» внедрено в деятельность АО «Kapital sug'urta» (справка АО «Kapital sug'urta» от 5 мая 2020 года № 14). В результате затраты на обслуживание по финансовым ресурсам, привлеченных через рынок капитала, были снижена на 10%.

предложение по предоставлению права выпуска облигаций обществам с ограниченной ответственностью в целях оптимизации источников привлечения дополнительных финансовых ресурсов с рынка капитала отражено в Законе Республики Узбекистан от 22 июля 2020 года «О внесении изменений и дополнений в отдельные законодательные акты Республики Узбекистан», который предусматривает внесение изменений и дополнений в законы Республики Узбекистан «О рынке ценных бумаг» и «Об обществах с ограниченной ответственностью и обществах с дополнительной ответственностью» (справка Агентства по управлению государственными активами Республики Узбекистан от 25 августа 2020 года № 21/12). В результате этого созданы возможности для привлечения финансирования путем выпуска корпоративных облигаций обществами с ограниченной ответственностью в качестве альтернативы банковским кредитам, требования которых к выпуску облигаций значительно упрощены, а также для развития финансового рынка страны.

Апробация результатов исследования. Результаты исследований обсуждались на 5 научно-практических конференциях, в том числе 2 международных и 3 республиканских научно-практических конференциях.

Опубликованность результатов исследования. Всего по теме диссертации опубликовано 4 научных работ, в том числе 4 научных статей, рекомендованных к публикации основных научных результатов докторских диссертаций Высшей аттестационной комиссией Республики Узбекистан, в том числе статьи 3 в республиканских и 1 в зарубежном журналах.

Структура и объем диссертации. Диссертационная работа состоит из введения, трех глав, заключения, списка использованной литературы и приложений. Объем диссертации составил 158 страниц.

ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ ДИССЕРТАЦИИ

Во **Введении** обоснованы актуальность и востребованность темы диссертации, сформулированы цель и задачи, объект и предмет исследования, показано соответствие приоритетным направлениям развития науки и технологий в республике, изложены научная новизна и практические результаты исследования, раскрыта научная и практическая значимость полученных результатов, приведены сведения о внедрении в практику результатов исследования, опубликованных работах и структуре диссертации.

В первой главе диссертации **«Теоретико-экономические основы привлечения финансовых ресурсов с рынка капитала в корпоративный сектор экономики»** исследованы сущность и концептуальные основы развития деятельности рынка капитала в обеспечении экономического развития, организационно-экономический механизм привлечения финансовых ресурсов с рынка капитала в корпоративный сектор и его основные особенности, а также опыт зарубежных стран по привлечению финансовых ресурсов с рынка капитала в корпоративный сектор. Исходя из поставленных задач исследования, были сформулированы теоретические результаты и заключение.

Не существует четкого или целостного определения для полного раскрытия сущности рынка капитала, в том числе с микроэкономической точки зрения он рассматривается как составные части рынка оборотного капитала и основного капитала, рынка капитала, в то время как с макроэкономической точки зрения – как финансовые рынки, включающие рынок реальных активов (рынок недвижимости, средств производства и т.д.), рынок ценных бумаг, фондовый рынок, кредитный рынок, валютный рынок и т.д.

Немецкие ученые-экономисты Л.Перридон и М.Штайнелар в научном произведении «Финансы компании» дают рынку капитала следующее определение «рынок капитала - это организованная биржа торговли, которая ведет торговлю ценными бумагами на срок более года⁵». Автор многочисленных научных работ, посвященных финансовому рынку в Российской Федерации, фундаментальным основам регулирования обращения ценных бумаг, Р. Р. Рубцов пишет: «Финансовый рынок - это комплекс экономических отношений и институтов, связанных с движением денежного капитала⁶». По мнению В.

⁵ Perridon L. Finanzwirtschaft der Unternehmung/L.Perridon. M. Steiner, Munchen: Verlag Vahlen, 2008. S. 150.

⁶ Рубцов Б.Б. Глобальные финансовые рынки: масштабы, структура, регулирование//Век глобализации.- №2 (8) - 2011. - С.73-98.

Ивановой, автора научной монографии о современных взглядах на финансовый рынок и его структурных сегментах «Финансовый рынок - это сфера осуществления финансовых соглашений с использованием финансовых инструментов⁷». По словам Ф.Мишкина, автора многочисленных научных публикаций, посвященных международному финансовому рынку и институтам, их организационно-экономическим основам, «финансовый рынок - это рынок, на котором происходит перекачка средств от тех людей, у которых наблюдается избыток средств, к тем, у кого их не хватает⁸».

Сложность уточнения сущности понятия «рынок капитала» заключается в том, что его инфраструктура тесно связана с денежным рынком, который считается частью финансового рынка, а финансовые инструменты идентичны для рынка капитала и денежного рынка (Рис. 1)



Рис.1. Финансовые инструменты сегментов финансового рынка⁹

Фондовый рынок возникает из состояния рынка капитала и уровня доступности финансовых ресурсов при принятии решений о привлечении

⁷ Иванова М.М.Современные финансовые рынки: Монография- М.: Проспект, 2014. - 572 с.

⁸ Frederics S. Mishkin, Kent Matthews and Massimo Giuliodori. Financial markets and institutions. USA. Prentice Hall, 2012. P. 2.

⁹ Разработано автором.

финансовых ресурсов акционерными обществами. Потому что в экономике из-за средних процентных ставок ресурсов, направляемых в корпоративный сектор, акционерные общества стараются установить предельный объем заемных средств. В то же время значимость выявленных особенностей может варьироваться в зависимости от характера развития национальной экономики. Объем финансовых ресурсов, привлекаемых на рынок капитала, взаимосвязаны с методами привлечения и привлекаемыми финансовыми инструментами, конкретными сегментами рынка капитала и их специфическими особенностями.

Исходя из этого, мы считаем необходимым уточнить институциональную и организационную структуру рынка капитала путем сегментации кредитного рынка и рынка ценных бумаг в соответствии с используемыми методами и финансовыми инструментами, что позволяет обеспечить привлечение финансовых ресурсов в корпоративный сектор экономики (Рис. 2).



Рис.2. Институциональная и организационная структура привлечения финансовых ресурсов с рынка капитала в корпоративный сектор ¹⁰

Анализ теоретических и практических подходов в обосновании применяемых методов привлечения финансовых ресурсов позволил сделать следующие выводы применительно к локальным, национальным и мировым рынкам капитала:

- в-первых, методы привлечения финансовых ресурсов различаются в зависимости от целей финансового менеджмента;

¹⁰ Разработано автором

- во-вторых, методы привлечения финансовых ресурсов имеют свои особенности в зависимости от сегментов и типов рынка капитала;
- в-третьих, методы привлечения финансовых ресурсов определяются на основе используемых финансовых инструментов;
- в-четырех, методы привлечения финансовых ресурсов зависят от следующих параметров: целей, размера и условий привлечения финансовых ресурсов, организационно-экономических особенностей компании.

В связи с особенностями финансовых инструментов, используемых в процессе привлечения финансовых ресурсов, формируются взаимоотношения сегментов рынка капитала в корпоративном секторе экономики. В свою очередь, анализ особенностей и уровня взаимодействия сегментов позволяет выделить и охарактеризовать три типа (сильный, средний, слабый) взаимосвязанности рынка ценных бумаг с кредитным рынком.

Во второй главе диссертации **«Анализ практического состояния привлечения финансовых ресурсов с рынка капитала в корпоративный сектор экономики»** проанализирована практика привлечения финансовых ресурсов с международного рынка капитала в корпоративный сектор экономики и механизм привлечения финансовых ресурсов с рынка капитала в акционерные общества корпоративного сектора экономики, а также существующее состояние. Сформированы научно-практические выводы исходя из результатов анализа.

В нашей стране особое значение придается обеспечению дополнительных финансовых ресурсов акционерным обществам корпоративного сектора за счет привлечения финансовых ресурсов с международного рынка капитала, а также повышению международного суверенного кредитного рейтинга. Превращение акционерных обществ корпоративного сектора в участников международного рынка капитала, еще больше расширит возможности внедрения инновационных технологий в производственные процессы наряду с усилением их международных интеграционных процессов.

Впервые в истории Узбекистана на Лондонской фондовой бирже, которая считается одной из самых престижных бирж мира, был размещен рынок евробондов, то есть еврооблигаций. При этом размещены 5-летние евробонды на 500 миллионов долларов под 4,75 процента, 10-летние евробонды на 500 миллионов долларов под 5,375 процента. Сроки погашения долговых обязательств составили 2024 год и 2029 год. В соответствии с законодательством нашей страны финансовые ресурсы, полученные от международных еврооблигаций, распределяются в соответствии с соответствующими нормативными документами, принятыми Президентом и Кабинетом Министров Республики Узбекистан на конкретные цели. Соответственно, после успешного размещения суверенных еврооблигаций Республики Узбекистан, с целью рационального размещения полученных от них средств, принято Постановление Президента Республики Узбекистан от 2 апреля 2019 года № ПП-4258 «Об эффективном использовании средств, полученных от размещения первых суверенных международных облигаций Республики Узбекистан». Согласно Постановлению, в целях эффективного использования денежных средств, полученных от размещения международных облигаций Республики Узбекистан, в том числе финансирования инвестиционных проектов, имеющих стратегическое значение в

дальнейшем повышении благосостояния страны и нашего народа, Министерством финансов Республики Узбекистан и Центральным банком Республики Узбекистан утверждены предложения о направлении денежных средств, полученных от размещения международных облигаций Республики Узбекистан, в следующих направлениях и целях:



Рис.3. Распределение денежных средств от размещения международных облигаций по отраслям и секторам, в процентах¹¹

Отметим, что в ходе торгов на Лондонской бирже 25 ноября 2019 года АКБ «Узсаноатқурилишбанк» разместил международные облигации на сумму 300 млн долларов, по которым получены заказы от более чем 150 инвесторов на сумму 1,2 млрд долларов США, причем международные облигации были размещены по ставке купона 5,75 процента. Эти международные облигации были размещены среди британских (30%), американских (16%), европейских (40%), азиатских и ближневосточных (14%) инвесторов. При анализе доходности размещенных банком еврооблигаций на 24 января 2020 года доходность еврооблигаций достиг исторически минимального уровня в 4,674%. На момент закрытия биржевой торговли доходность еврооблигаций банка снизилась с 4,731 до 4,693, цена облигаций составила 104,526% от номинальной стоимости. На момент открытия биржевых торгов, т.е. по состоянию на 27 января, доходность составила 4,685%, а цена - 104,559%. Если анализировать покупателей еврооблигаций, выпущенные АТБ «Узсаноатқурилишбанк», среди которых мы считаем целесообразно отдельно указать юридических лиц, входящие в международный рейтинг Топ-5.

Среди них известная люксембургская компания Sparinvest Holdings SE, канадская компания Sun Life Financial Inc. (SLF), швейцарская компания Shveytsaria Clariden Leu AG, британская компания Standard Life Aberdeen plc и датский банки Danske Bank. Кроме того, анализируя продажу еврооблигаций

¹¹ Разработано автором на основе Постановления Президента Республики Узбекистан от 2 апреля 2019 года № ПП-4258.

банка по отраслям, можно отметить, что высокая доля приходится на финансовые консультационные компании (консультанты) - 59%, на коммерческие банки - 26% и на страховые компании - 15% (Рис. 4).

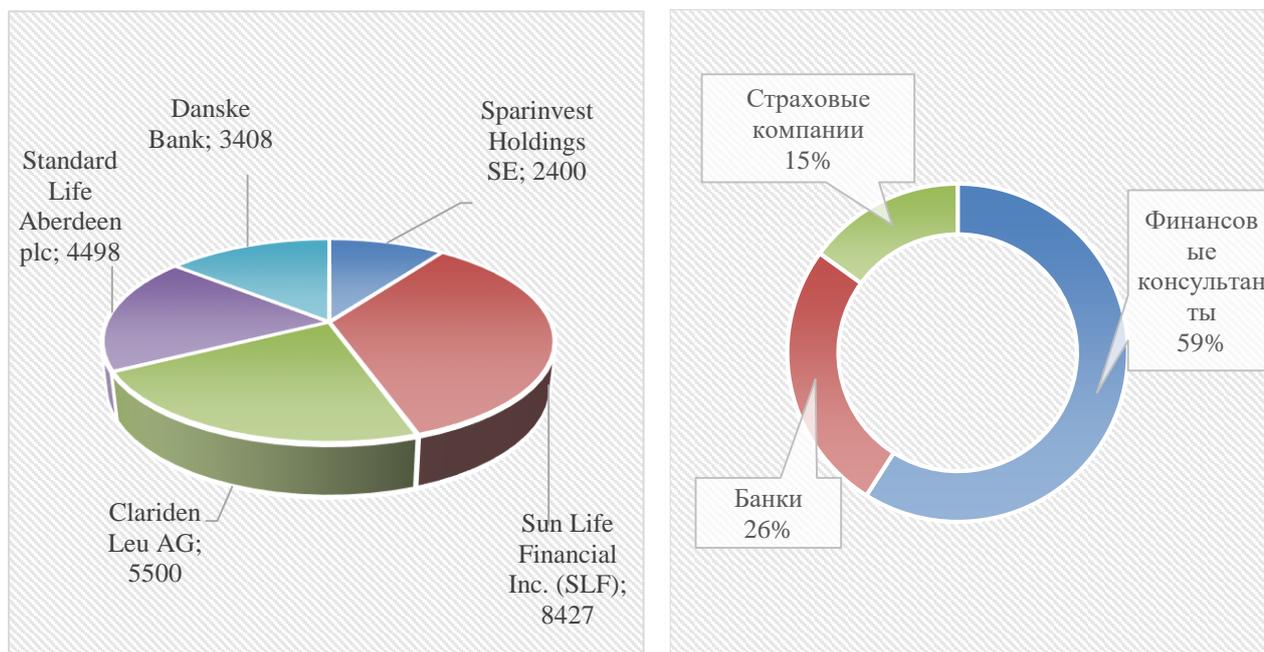


Рис.4. Анализ компаний и отраслей, которые приобрели еврооблигации АБР «Узсаноатқурилишбанк»¹²

Анализируя практику привлечения финансовых ресурсов с международного рынка капитала на предприятия реального сектора экономики, следует отметить, что в этих процессах высока доля таких крупных международных финансовых институтов, как Всемирный Банк, Европейский банк реконструкции и развития, Исламский Банк развития, Азиатский банк развития. В последующие годы большое место занимает участие средств Азиатского банка развития при финансировании инвестиционных программ крупных акционерных компаний, функционирующих в корпоративном секторе нашей страны и при реализации совместных проектов. Если за 2015-2019 годы в различные отрасли и направления корпоративного сектора направлено 2020 млн.долл. США, то 500 млн. долл. США приходится на компании, функционирующие в сфере дешевого жилищного строительства в сельской местности. В течении 2015-2019 годов за счет долговых и грантовых средств в целях совершенствования учета расхода электроэнергии привлечено в общей сложности 300 млн.долл.США. Кроме того, в целях повышения эффективности производства электроэнергии привлечена сумма с общей стоимости более 1,0 млрд.долл.США. Среди них 640,0 млн.долл.США направлены на проекты, реализуемые на основе совместного финансирования. На нижеприведенном рисунке 5 показана динамика денежных средств, привлеченных из Европейского банка развития и реконструкции и Всемирного банка (рис. 5).

¹² Разработано на основе данных официального веб-сайта АКБ Ўзсаноатқурилишбанк - <https://uzpsb.uz/upload/files->

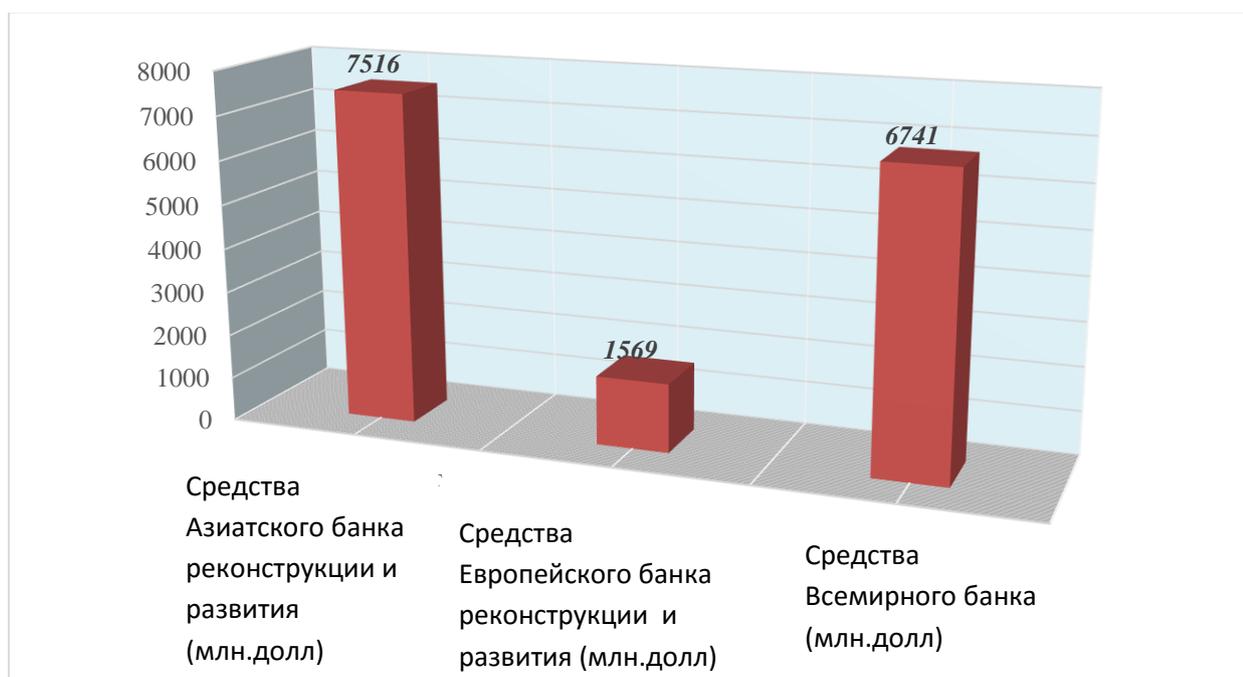


Рис.5. Анализ средств, привлеченных с международного рынка капитала в корпоративный сектор экономики (по состоянию на 30 июня 2019 г.)¹³

Если общая сумма кредитов, выделенных Европейским банком реконструкции и развития, составила 1569 млн. долл. США, то общая сумма сегодняшнего кредитного портфеля составляет 700 млн долл. США. Если общая сумма финансирования, произведенного Всемирным банком, составила 6741 млн. долл. США, то сумма финансирования по текущим проектам составил 4338 млн. долл. США. Инвестиционная политика, проводимая банковской системой дает свой эффект при модернизации акционерных обществ корпоративного сектора экономики, техническое и технологическое перевооружение, стремительное повышение его конкурентоспособности, увеличение экспортного потенциала, создание новых производств на основе инновационных и энергосберегающих технологий, освоение производства новых видов товаров, востребованных на мировом рынке и тем самым обеспечивающих финансово-экономическую стабильность нашей страны.

За 2019 год объем финансирования инвестиционных проектов предприятий реального сектора экономики коммерческими банками составил 88,3 трлн. сум или в 2,3 раза больше, чем в 2018 году, в том числе за счет иностранных кредитных линий выделено кредитов на сумму 2,1 млрд. долл. США. В 2018 году на долю акционерных обществ корпоративного сектора пришлось в общей сложности 38,8 трлн. сумов инвестиционных кредитов, что в 2,4 раза выше, чем в 2017 году (Рис. 6).

При этом большое внимание уделено на обеспечении своевременного и полного финансирования проектов, включенных в программы отраслевого развития, локализации и регионального развития как приоритет инвестиционной деятельности банков.

¹³ Составлено автором на основе данных <https://www.adb.org/ru/news/adb-uzbekistan-renew-development-partnership-new-5-year-strategy-маълумотлари>

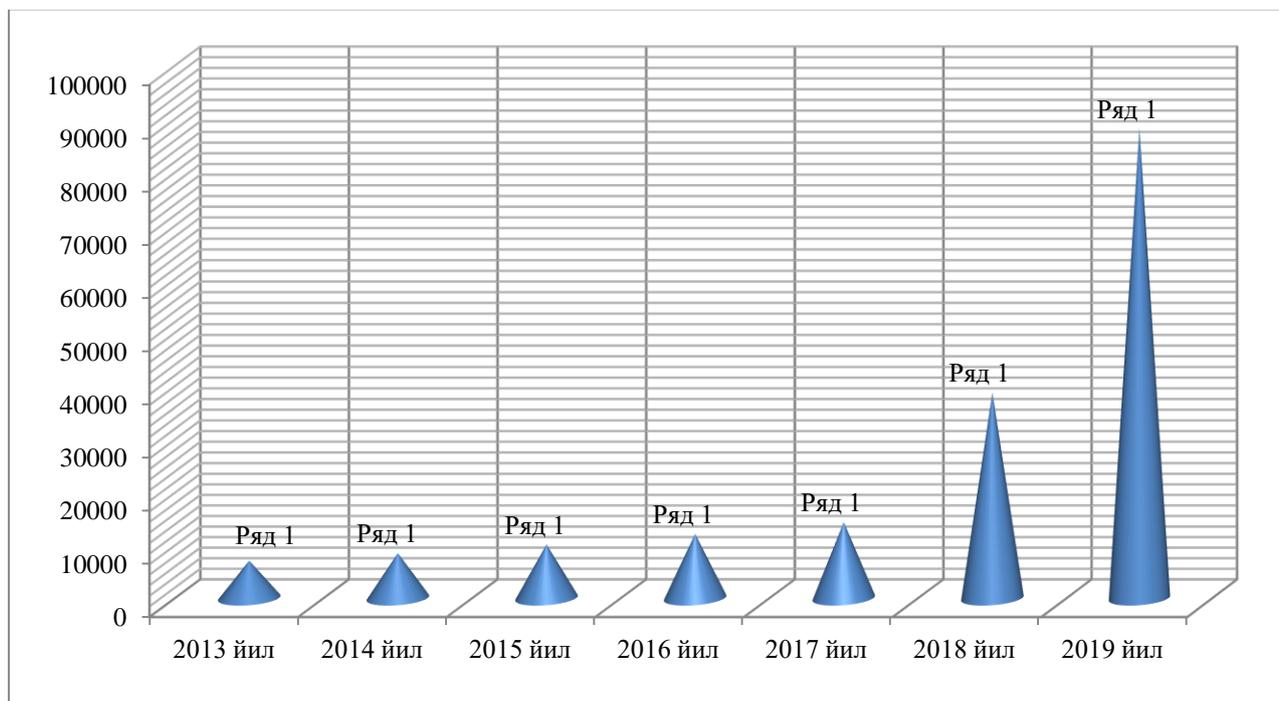


Рис.6. Объем инвестиционных кредитов, предоставляемые коммерческими банками акционерным обществам корпоративного сектора (в млрд.сумах)¹⁴

В 2014 году коммерческими банками на цели модернизации, технологического и технического перевооружения предприятий было выделено в общей сложности 8547,2 млрд.сумов инвестиционных кредитов, что в 1,2 раза больше, чем в 2013 году. В 2016 году в общей сложности по республике выделено 12200,6 млрд.сумов инвестиционных кредитов, что на 20% больше, чем в 2015 году. К 2019 году этот показатель составил 88304 млрд.сумов. Объем акций коммерческих банков, проданных на вторичном биржевом рынке Узбекистана, в 2015 году составил 37,35%. Остальная часть размещения вновь выпущенных акций банков пришлось на долю первичного рынка.

Анализ объема торговли ценными бумагами банков на Республиканском фондовом бирже «Ташкент», представленный на рисунке 7, показывает, что к концу 2018 года основная часть объема торговли осуществляется коммерческими банками. Общий объем операций, осуществленных банком с ценными бумагами, в 2016 году составил 151,8 млрд.сумов, а к концу 2018 года их объем достиг 591,6 млрд.сумов, при этом доля банков в общем объеме продаж составила 86,1%.

Несмотря на то, что в 2019 году объем торговли ценными бумагами банков несколько снизился, объем торговли банков составил 319,5 млрд.сумов, что составил 72,8 процента от общего объема торговли. Преимуществом организации участия коммерческих банков в интересах инновационного развития предприятий Узбекистана является то, что они могут участвовать не только в качестве традиционных кредиторов и операторов финансового рынка, но и в качестве институциональных инвесторов, инвестиционных консультантов, инвестиционных посредников и других профессиональных участников рынка ценных бумаг.

¹⁴ Разработано на основе данных официального веб-сайта Центрального банка Республики Узбекистан <http://cbu.uz/uz/statistics/financing/73901/>.

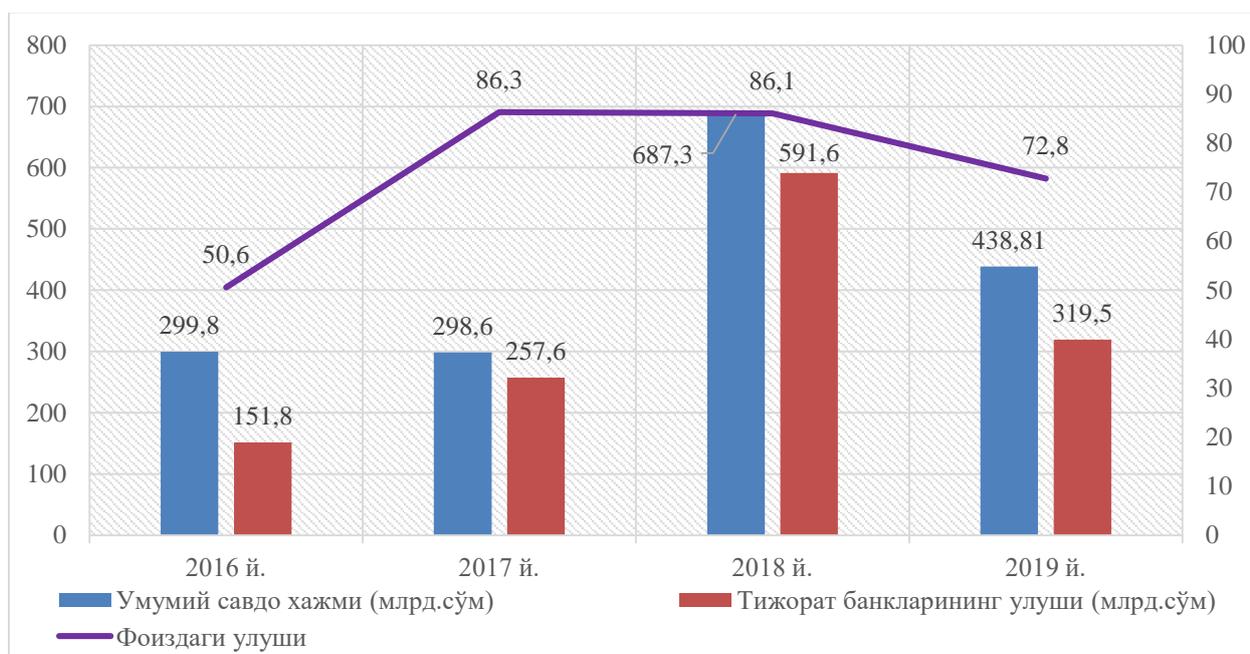


Рис.7. Объем торговли ценными бумагами банковского сектора экономики на бирже в 2016-2019 гг. ¹⁵

К концу 2019 года размер уставного капитала АО «Капитал сугурта» превысил 15 млрд.сумов, из них на долю 21 юридических лиц приходится

75,47% акций от общего уставного капитала и на долю 92 физических лиц - 24,53% от общего уставного капитала. В условиях высокого коэффициента финансовой зависимости, т.е. когда в 2015 году этот коэффициент составил 0,65, а в 2016 году - 0,32, то годовой финансовый результат общества закончивается убытком (таблица 1).

1 таблица

«Анализ структуры капитала АО "Капитал Суғурта" и ее влияния на финансовые результаты»¹⁶ (млн сумов)

№	Показатели	2015 г	2016 г	2017 г	2018 г	2019 г
1.	Общие пассивы	53650,9	52312,7	58228,7	86415,1	109661,4
2.	Частный капитал	15546,8	14908,5	19210,6	28418,8	29954,2
3.	Страховые резервы	28076,4	32614,9	33411,1	51760,3	64068,6
4.	Заемный капитал	10027,8	4789,4	5606,9	6235,9	15638,7
5.	Чистая прибыль (+) или убыток(-)	-5926,9	-1878,9	4411,5	2087,2	472,2
6.	Коэффициент финансовой зависимости (D/E)	0,65	0,32	0,29	0,22	0,27
7.	ROA	-	-	0,08	0,02	0,004
8.	ROE	-	-	0,23	0,07	0,01

Конечно, на этот фактор влияют и другие факторы, связанные с деятельностью общества, но высокая доля заемного капитала в составе имеющегося капитала и бремя финансовых затрат в условиях высокой стоимости этих заемных капиталов подтверждают, что чистый финансовый результат

¹⁵ Составлено автором на основе отчетов РФБ «Тошкент» за 2016-2019 гг.

¹⁶ «Капитал сугурта» акциядорлик жамияти йиллик молиявий ҳисоботлари асосида шакллантирилган.

деятельности заканчивает с убытком. Однако помимо того, что за 2017-2019 годы коэффициент финансовой зависимости предприятия имеет тенденцию снижения, его годовой объем чистой прибыли также вырос. К концу 2019 года объем чистой прибыли акционерного общества «Капитал сугурта» составил 472,2 млн. сумов, снизившись почти в 5-10 раз по сравнению с 2017-2018 годами. В 2017-2018 годах коэффициент финансовой зависимости снизился до 0,29 и 0,22 соответственно. Это связано с резким увеличением номинального объема частного капитала, то есть в 2015 году он составил 15546,8 млн. сумов, а в 2018 году эта сумма увеличилась до 28418 млн. сумов. Основным фактором, влияющим на резкое снижение рентабельности частного капитала на 28418 млн. сумов к 2018 году (с 0,29 в 2017 году до 0,07 в 2018 году), является снижение номинального размера чистой прибыли в условиях высоких финансовых затрат, то есть к 2018 году она составила 2087,2 млн. сумов.

В третьей главе диссертации **«Совершенствование механизма привлечения финансовых ресурсов с рынка капитала в корпоративный сектор»** проведено исследование по перспективам внедрения в практику оценки эффективности мезонинского финансирования как метода привлечения финансовых ресурсов, по совершенствованию внутрикорпоративного механизма привлечения финансовых ресурсов с рынка капитала, по рискам, связанных с привлечением финансовых ресурсов с рынка капитала и по путям их минимизации.

Одной из тенденций и особенностей развития современного рынка капитала является дальнейшее совершенствование взаимодействия между этими сегментами рынка, а также дальнейшее усиление процессов интеграции отдельных государств. Учитывая эти особенности для рынка капитала и исходя из того, что в качестве его результата является использование комбинаций традиционных финансовых инструментов и формировании гибридных методов привлечения капитала, полагаем, что отдельный подход к методу мезонинского финансирования необходим.

Понятие «мезонине» происходит от итальянского - слова «mezzanino», что означает «средний, промежуточный» или надстройка (часто с балконом) над средней частью жилого дома. Мезонинское финансирование как один из гибридных инструментов корпоративного финансирования, если подходить логически, может находиться в диапазоне кредитования и прямых инвестиций в компанию со стороны банков. Анализ международной практики показывает, что понятие мезонинского финансирования существует уже более 30 лет, и в практике нашей страны она является одним из новых научно-исследовательских направлений. В США в 1980-е годы изначально в основном страховые компании, кредитные и сберегательные организации были вовлечены в операции, связанные с мезонинским финансированием. В 2008-2009 годах на европейском кредитном рынке стали меняться цели привлечения средств на основе мезонинского финансирования, использовать мезонинское финансирование при составлении договоров по поводу привлечения заемных средств. Результаты проведенного анализа показали, что в США сегодня в качестве инвесторов по мезонинскому финансированию можно привести хедж-фонды, пенсионные фонды, страховые компании, инвестиционные паевые фонды, нефинансовые компании и

коммерческие банки. Можно отметить, что и в России сегодня существует практика использования мезонинского финансирования как важного инструмента финансирования, которое развивается изо дня в день.

В Российской Федерации первый фонд мезонинского финансирования был создан в 2009 году компанией New Russia Growth, инвесторами компании являются частные и институциональные инвесторы, такие как ЕБРР и «Номос-банк».

Мезонинское финансирование в отличие от других источников финансирования адаптирована к проектам, в случае снижения возможности выполнения условий кредитного договора это является преимуществом для заемщика, желающего снизить финансовые риски корпоративного управления. Инструмент, ограничивающей корпоративные риски, а также влияние кредитора на корпоративное управление, является акционерное соглашение, в рамках которого вводятся дополнительные права и обязанности сторон в отношении права собственности сторон на активы. Одним из приоритетных аспектов мезонинского финансирования в отличие от других источников финансирования является привлечение проектных компаний (SPV¹⁷), которые считаются приоритетными в имущественных отношениях по отдельным проектам (рис. 8).



Рис.8. Процесс привлечения финансовых ресурсов с рынка капитала на основе использования гибридных финансовых инструментов¹⁸

¹⁷ SPV – (special purpose vehicle) - компания, которая создается с целью выполнения конкретного проекта или с определенной целью, или в некоторых случаях называется « проектной компанией».

¹⁸ Составлено автором.

На основе проведенного анализа сформулирована сравнительная характеристика инструментов привлечения финансовых ресурсов с рынка капитала, в которой также отражены сильные и слабые стороны данного метода для заемщика и кредитора при использовании мезонинского финансирования (табл.2).

Таблица 2

Сравнительные показатели инструментов привлечения финансовых ресурсов с рынка капитала

Показатели	Заемное кредитование	Мезонинское финансирование	Прямые инвестиции
Инструменты банковского сектора	Кредитный договор	Кредитный договор	Паи
Инструменты финансового рынка	Облигации	Опционы, Варианты	Акции, паи
Основные виды обеспечения	Активы компании	Частный капитал компании	Нет
Целевая доходность инвестора, %	10-15	15-20	28-40
Участие в корпоративном управлении	Нет	Возможно	Да
Стратегия выхода инвестора / кредитора	Погашение задолженности должником	Погашение задолженности Участие в доле капитале общества	Продажа доли компании
Риски для заемщика	Финансовый риск	Риск корпоративного управления Финансовые риски Налоговые риски	Риск корпоративного управления
Риски для кредитора	Кредитнинг кайтмаслик риски	Кредитнинг кайтмаслик риски Финансовые риски Налоговые риски	Финансовый риск

На рынке капитала страны мы не можем применять модель оценки эффективности внедрения мезонинского финансирования для крупных компаний на основе обобщенной информации о них, так как каждое крупное предприятие имеет свои особенности в плане собственной производственной сети, финансовой, операционной, правовой сфер, что требует реализации отдельных расчетов по каждой крупной компании. Проведенный анализ позволяет сделать вывод об отсутствии корреляции (зависимости) между нагрузкой на заемные средства предприятия и рентабельностью деятельности предприятия.

В процессе привлечения финансовых ресурсов с рынка капитала предприятие решает две взаимосвязанные задачи: во-первых, обеспечение расширенный и текущий производственный процесс необходимыми финансовыми ресурсами, а во-вторых, оптимизирование структуры и стоимости капитала компании в экономически приемлемых условиях с учетом внутренних и внешних факторов. Критериями нахождения правильного решения этих проблем являются улучшение финансового положения предприятия и структуры его капитала, реализация инвестиционных программ и увеличение его стоимости. Совокупность документов, которые формируются в процессе реализации проекта по привлечению финансовых ресурсов на рынке капитала, представляет собой

взаимосвязанную систему, элементы которой дополняют друг друга и необходимы для улучшения результатов привлечения финансовых ресурсов, а также финансового управления компанией.

Любое акционерное общество, функционирующее в корпоративном секторе, сталкивается с проблемой выявления источников и объемов финансирования в процессе осуществления предпринимательской деятельности. Процесс привлечения финансовых ресурсов с рынка капитала осуществляется в соответствии с финансовой стратегией акционерного общества. Основная цель привлечения финансовых ресурсов связана с основной целью финансового менеджмента, которая заключается в формировании источников финансирования деятельности предприятия. Процесс привлечения финансовых ресурсов с рынка капитала представляет собой сложный и многогранный процесс, независимо от типа сегмента (глобальный, национальный, локальный), эти процессы связаны с рисками различного характера и возникновение этих рисков может прямо или косвенно негативно сказаться на финансовом положении компании.

Риски для предприятий корпоративного сектора носят комплексный характер, который, в зависимости от источника возникновения, может представлять собой риски, возникающие как под влиянием внешних факторов, так и под влиянием внутренних факторов. В процессе анализа желательно выделить внутренние факторы, которые влияют на объем привлеченных предприятием средств, это: характеристика предприятия, его финансовое положение и инвестиционная политика, оборачиваемость активов, наличие инновационного подхода к производственному процессу, уровень долговой нагрузки на предприятии. Поэтому при анализе рисков привлечения финансовых ресурсов с рынка капитала необходимо выделять факторы, которые влияют на процесс привлечения финансовых ресурсов и на финансовое положение компании, привлекающей денежные средства.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В результате научных исследований по совершенствованию практики привлечения финансовых ресурсов с рынка капитала в корпоративный сектор экономики сформулированы следующие основные выводы.

1. Корпоративный сектор экономики играет особую роль в экономическом и социальном развитии страны, что дает возможность обеспечить занятость и социальное благополучие населения за счет развития этого сектора, оптимизировать цены на продукцию за счет внедрения инновационных подходов к производственным процессам, развить процесс интеграции акционерных обществ за счет привлечения финансовых ресурсов с международного рынка капитала.

2. В научно-исследовательских работах недостаточно исследованы методы и подходы привлечения финансовых ресурсов корпоративным сектором экономики в соответствии с современными особенностями развития рынка капитала. В целях развития научно обоснованных государственных программ развития рынка капитала и корпоративных финансовых стратегий целесообразно подчеркнуть, что рынок капитала является важным элементом финансового рынка, выполняющим специальные функции (направление капитала из формы

сбережений в инвестиционную) и осуществляющим целевое использование финансовых ресурсов, привлекаемых участниками рынка.

3. Развитие корпоративного сектора экономики на основе международных современных подходов может быть достигнуто путем внедрения и постепенного расширения гибридных инструментов финансирования методов привлечения финансовых ресурсов. Внедрение практики финансирования деятельности акционерных обществ с помощью «мезонинского» метода при привлечении финансовых ресурсов с рынка капитала служит увеличению числа акционерных обществ, привлекающих финансовые ресурсы с рынка капитала, а также оптимизации привлечения капитала с точки зрения взаимозависимости риска и доходности.

4. Практика привлечения финансовых ресурсов с рынка капитала представляет собой достаточно сложный, многофакторный процесс, что повышает возможности применения международной методологии оценки экономической эффективности инвестиционных проектов на практике национальных акционерных обществ путем внедрения методов количественной оценки средневзвешенной стоимости и уровня риска привлекаемого компаниями капитала.

5. Сегодня, в условиях развития практики привлечения акционерными обществами нашей страны финансовых ресурсов с международного рынка капитала, необходимо более широко вовлекать в эти процессы не только коммерческие банки, но и предприятия реального сектора экономики. Совершенствуя данную практику, данное действие оказывает положительное влияние на постепенное снижение доли государства в уставном капитале обществ, интеграцию в международный финансовый рынок, доступ к независимым международным рейтинговым индексам и развитие современного корпоративного управления.

6. Тот факт, что развитие абсолютных и относительных показателей развития рынка капитала Узбекистана относительно ниже по отношению к большинству азиатских стран, свидетельствуют о необходимости совершенствования финансовой и денежно-кредитной политики. В свою очередь, создание крупных корпоративных структур на основе взаимного слияния и поглощения капиталов в различных отраслях экономики положительно влияет на ускорение оборачиваемости капитала в отраслях экономики за счет развития привлечения финансовых ресурсов с рынка капитала и механизма их перераспределения.

7. Тот факт, что спрос стороны корпоративного сектора экономики на финансовые ресурсы недостаточно обеспечен национальным рынком капитала, свидетельствует о том, что он не в полной мере использует возможности экономического роста, негативно влияя на процессы воспроизводства в экономике. В частности, необходимо устранить проблемы, связанные с финансированием путем привлечения дополнительных финансовых ресурсов в корпоративный сектор экономики, повысить инвестиционную привлекательность и предоставить корпоративные облигации обществам с ограниченной ответственностью в качестве альтернативного источника банковских кредитов. Внедрение такой практики дает возможность дальнейшего совершенствования рынка капитала за счет широкого использования финансовых инструментов, которые широко используются в международной практике.

**THE SCIENTIFIC COUNCIL № DSc 03/10.12.2019.I.16.01
ON AWARD OF SCIENTIFIC DEGREES
TASHKENT STATE UNIVERSITY OF ECONOMICS**

TASHKENT STATE UNIVERSITY OF ECONOMICS

XASANOV XAYRULLO NASRULLAYEVICH

**IMPROVING THE USE OF FINANCIAL RESOURCES IN THE CAPITAL
MARKET IN THE CORPORATE INDUSTRY**

08.00.07 – Finance, money circulation and credit

**DISSERTATION ABSTRACT FOR AN ACADEMIC DEGREE DOCTOR OF
PHILOSOPHY IN ECONOMICS**

TASHKENT – 2020

The topic of the Doctor of Philosophy (PhD) dissertation is registered in the Higher Attestation Commission under the Cabinet of Ministers of the Republic of Uzbekistan under number B2020.2.PhD/Iqt988.

The dissertation was completed at the Tashkent State University of Economics.

The dissertation abstract is available in three languages (Uzbek, Russian, English (resume)) on the website of the Academic Council (www.tsue.uz) and on the educational information network «ZiyoNET» (www.ziyo.net).

Scientific adviser:

Eshov Mansur Pulatovich

Doctor of science in Economics, Associate Professor

Official opponents:

Karimov Ne'matilla Fatxullayevich

Doctor of Science in Economics, Professor

Qurbonov Javlonbek Jo'rabekovich

Doctor of philosophy in Economics(PhD),

Associate Professor

Leading organization:

Samarkand institute of economy and service

The defense of the dissertation will take place on ___ «___», 2020 at ___at the meeting of the Scientific Council № DSc 03/10.12.2019.I.16.01 at the Tashkent State University of Economics. Address:100003, Tashkent city Islom Karimov street 49 tel.: (99871) 239-28-72, fax: (99871) 239-43-51, e-mail: [tdiu@tdiu.uz](mailto:tdu@tdiu.uz).

The doctoral dissertation (PhD) can be reviewed at the Information resource center of the Tashkent State University of Economics (registered under number ____). Address:100003, Tashkent city Islom Karimov street 49 tel.: (99871) 239-28-72, fax: (99871) 239-43-51, e-mail: [tdiu@tdiu.uz](mailto:tdu@tdiu.uz).

The abstract of dissertation sent out on «___»_____2020

(mailing report №___ on»___»_____2020).

N.H. Jumaev

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

U.V. Gafurov

Scientific secretary of the scientific council on awarding scientific degrees, Doctor of Economics, Professor

S.K. Khudaykulov

Chairman of the scientific Seminar under the scientific council on awarding scientific degree, Doctor of Economics, Accosiate Professor

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

The purpose of the research is to develop scientific proposals and practical recommendations to improve the practice of attracting financial resources from the capital market to the corporate sector of the economy.

Objectives of the research:

To identify the importance and conceptual basis of the development of the capital market in ensuring economic development;

To study an organizational and economic mechanism of attracting financial resources from the capital market to the corporate sector and its main features;

To develop recommendations for the effective use in the practice of our country based on studying the experience of foreign countries in attracting financial resources from the capital market to the corporate sector;

To analyse the practice of attracting financial resources from the international capital market to the corporate sector of the economy and the formation of appropriate conclusions;

To develop proposals based on the analysis of the mechanism of attraction of financial resources from the capital market to joint-stock companies of the corporate sector of the economy;

To identify prospects for the introduction of the practice of evaluating the effectiveness of «criteria» financing as a method of attracting financial resources;

To develop methodological recommendations for the formation of an internal corporate mechanism for attracting financial resources from the capital market;

identification of risks associated with the attraction of financial resources from the capital market to the corporate sector and ways to reduce them.

The research object is the corporate sector of the country, in particular, the activities of joint-stock companies operating in the financial sector.

Scientific novelties of the research are:

improved financing of joint-stock companies in attracting financial resources from the capital market through the use of hybrid instruments;

the cost of capital raised by joint-stock companies in improving the financing of investment projects has been improved based on the introduction of methods of a quantitative assessment of the average weighted value and risk;

the method of assessing the effectiveness of the use of financial instruments has been improved based on the inclusion of cost reduction factors in the description of debt service;

it is proposed to give the right to issue corporate bonds to limited liability companies operating in the corporate sector of the economy.

The scientific and practical significance of the research results. The importance of the results of scientific research thesis developed scientific conclusions, suggestions and recommendations are used in the implementation of fundamental research on the capital market to attract the corporate sector of the economy and the financial resources involved in the development of the theoretical aspects, the effective use of financial resources, attracting international capital

markets and financial resources to determine the main directions of development of the capital market in the country.

The practical significance of the research results Introduction of modern tools for attracting financial resources from the capital market, models of attracting financial resources in the capital market, mathematical rules for assessing the risk of attracting financial resources and recommendations for reducing them, practical recommendations for improving the mechanism of attracting financial resources is explained by the fact that it can be used by financial managers in substantiating methods of attracting financial resources by the corporate sector and in attracting these resources.

Implementation of research outcomes. Based on the research results developed and proposed by the dissertation, aimed at improving the attraction of financial resources by the corporate sector in the capital market:

the methodological approach aimed at assessing the effectiveness of attracting financial resources and a hybrid method of attracting financial resources Proposal to test the financing of «Mezonin» was introduced in the activities of JSC «Kapital Sugurta» (Kapital Sugurta JSC No. 14 of May 5, 2020) reference). As a result, the procedure for evaluating the effectiveness of the use of financial resources has been improved and an innovative method of attracting financial resources has been developed;

the proposal to introduce improved methodological rules, such as the weighted average cost of capital attracted by joint-stock companies and quantitative risk assessment, to increase the financing of investment projects was introduced in the activities of JSC «Kapital Sugurta» (Kapital Sugurta JSC May 5, 2020 14 reference number). As a result, an additional 1,200.0 million soums were attracted to finance projects aimed at expanding the activities of the joint-stock company;

the proposal to implement an improved formula for calculating the efficiency of financial instruments, taking into account the factor of «debt service costs» was introduced in the activities of JSC «Kapital Sugurta» (Handbook of JSC «Kapital Sugurta» dated May 5, 2020 No. 14). As a result, a 10% reduction in the cost of servicing financial resources attracted through the capital market was achieved;

proposal to grant the right to issue bonds to limited liability companies to optimize the sources of attracting additional financial resources from the capital market Law of the Republic of Uzbekistan dated July 22, 2020 «On amendments and additions to the documents» (reference of the State Assets Management Agency of the Republic of Uzbekistan dated August 25, 2020 No. 21/12). As a result, the requirements for issuing bonds have been significantly eased and limited liability companies have been able to attract financing through the issuance of corporate bonds as an alternative to bank loans and develop the country's financial market.

ЭЪЛОН ҚИЛИНГАН ИШЛАР РЎЙХАТИ
СПИСОК ОПУБЛИКОВАННЫХ РАБОТ
LIST OF PUBLISHED WORKS

I бўлим (I часть; Part I)

1. Khasanov K.N. Theoretical and methodological approaches to attracting financial resources from the capital market to the corporate sector. «International Journal of Innovation and Economic Development». vol. 5, issue 6, pages 30-35, February 2020. Global Impact Factor – 0,416.

2. Хасанов Х.Н. Корпоратив сектор томонидан молиявий ресурсларни жалб қилиш тенденциялари ва муаммолари. «Iqtisodiyot va innovatsion texnologiyalar» Ilmiy elektron jurnali. T., 2019, № 6, noyabr-dekabr Б.162-170 (08.00.00; №10).

3. Хасанов Х.Н. Корпоратив сектор корхоналари томонидан молиявий ресурсларни жалб қилиш билан боғлиқ рискларни пасайтириш йўллари. «Iqtisodiyot va innovatsion texnologiyalar» Ilmiy elektron jurnali. T., 2020, № 4, iyul-avgust Б.55-59. (08.00.00; №10).

4. Хасанов Х.Н. Замоनावий шароитларда фискал сиёсат ва унинг концептуал асослари. «Biznes-Эксперт», T., 2017, №11(119), Б.19-23. (08.00.00; № 3).

5. Хасанов Х. Н. Капитал бозорини ривожланишида молиявий ресурсларнинг ўрни «Жаҳон иқтисодиёти глобализацияси шароитида туризм индустрияси ривожланишининг устувор йўналишлари» мавзусидаги халқаро илмий-амалий анжумани (мақолалар тўплами).-Т.: ТДИУ, 2019 й. 10 октябрь. Б-125-132.

6. Хасанов Х. Н. Ўзбекистон корпоратив секторига халқаро капитал бозори таъсирининг хусусиятлари ва тенденциялари. «Рақамли иқтисодиётни шакллантиришнинг хориж тажрибасидан самарали фойдаланиш йўллари» мавзусидаги халқаро илмий-амалий анжумани (мақолалар тўплами). – Т.: ТМИ, 2020 й. 20 май – Б.563-566.

7. Хасанов Х. Н. Иқтисодиётнинг корпоратив секторига молиявий ресурсларни жалб қилиш муаммолари. «Кичик бизнес субъектлари фаолиятида логистик инфратузилмани ривожлантириш омиллари» мавзусидаги республика илмий-амалий анжумани (мақолалар тўплами).-Т.: ТДИУ, 2019 й. 17 декабрь-Б.189-194.

8. Хасанов Х.Н. Бўш пул маблағларини капитал бозорига жалб қилишдаги муаммолар ва ечимлар бўйича таклифлар. «Ўзбекистонда солиқ ва молия тизимини ривожлантиришнинг концепцияларини амалга ошириш истиқболлари» мавзусидаги республика илмий-амалий анжумани мақолалар тўплами (2019 йил 9 ноябр). – Т.: ТДИУ, 2019, – Б.177-180.

II бўлим (II часть; Part II)

8. Хасанов Х.Н., Баратова Д.А. Ҳаёт суғуртасини ривожлантиришда ходимлар малакасини оширишнинг ўрни. «Biznes-Эксперт».Т.: – 2018, №10 (130), Б. 84-87.(08.00.00; №3).

9. Баратова Д.А., Хасанов Х.Н. Ўзбекистон суғурта бозори ривожланиш кўрсаткичлари ва аҳолига хизмат кўрсатишдаги ўрни. «Банк, иқтисодиёт, туризм соҳаларида тадбиркорлик ва инновацион ҳамкорлик» мавзусидаги халқаро илмий-амалий анжуман материаллари тўплами (2018 йил 20 январь). – Бухоро, 2018. Б.43-46.

Автореферат « _____ » журнали таҳририятида таҳрирдан ўтказилди
йил).

Босишга рухсат этилди: _____ 2020 йил.
Бичими 60x84 ¹/₁₆, «Times New Roman»
гарнитурда рақамли босма усулида босилди.
Шартли босма табағи ____ . Адади: 100. Буюртма: № _____ .

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

«АКАДЕМИЯ НОШИРЛИК МАРКАЗИ»
Давлат унитар корхонасида чоп этилди.