

339.13:336.7 (0433)

Б931.

**БАНКОВСКО-ФИНАНСОВАЯ АКАДЕМИЯ
РЕСПУБЛИКИ УЗБЕКИСТАН**

*На правах рукописи
УДК - 336.763 (575.1)*

БУТИКОВ ИГОРЬ ЛЕОНИДОВИЧ

**ПРОБЛЕМЫ ФОРМИРОВАНИЯ И ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ
РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ В УЗБЕКИСТАНЕ**

08.00.07 - «Финансы, денежное обращение и кредит»

АВТОРЕФЕРАТ

**диссертации на соискание ученой степени
доктора экономических наук**

Ташкент - 2009

339.13 : 336.7(042)
Б931 Работа выполнена в Банковско-финансовой академии
Республики Узбекистан

Научный консультант: доктор экономических наук,
академик Академии наук
Республики Узбекистан, профессор
Шарифходжаев Мурат Шарифходжаевич

Официальные оппоненты: доктор экономических наук,
академик Академии наук
Республики Узбекистан, профессор
Гулямов Садахор Садахмедович

доктор экономических наук, профессор
Маликов Тохир Сатторович

доктор экономических наук
Каримов Норбой Ганиевич

Ведущая организация: **Министерство финансов
Республики Узбекистан**

Защита состоится «5» июня 2009 г. в 14.00 часов на заседании
Специализированного совета Д.005.25.01 по защите диссертаций на
соискание ученой степени доктора экономических наук при Банковско-
финансовой академии Республики Узбекистан.

Адрес: 100000, г. Ташкент, улица Х.Арипова, 16, зал заседаний.

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке Банковско-
финансовой академии Республики Узбекистан.

Автореферат разослан «27» апреля 2009 г.

**Ученый секретарь
Объединенного специализированного совета,
кандидат экономических наук**

 **Мирзаев Ф.И.**

1. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА ДИССЕРТАЦИИ

Актуальность работы. Президент Узбекистана И.А. Каримов обобщая выводы ведущих аналитических и экспертных центров, связанных с возможными последствиями мирового финансово-экономического кризиса, писал: «Разразившийся глобальный финансовый кризис продемонстрировал серьезные пробелы и необходимость кардинального реформирования действующей мировой финансово-банковской системы, подтвердил отсутствие должного контроля за деятельностью банков которые в основном обслуживали свои корпоративные интересы, увлекаясь различными спекулятивными операциями на кредитном рынке и рынке ценных бумаг»¹. Сказанное весьма актуально и для развивающихся стран, в частности, Узбекистана, где рынки ценных бумаг возникли относительно недавно, и являются частью мировой финансовой системы.

За годы независимости, благодаря проводимому в республике курсу экономических реформ в Узбекистане сделаны серьезные шаги к созданию цивилизованного рынка ценных бумаг. Разработано и принято более 165 нормативных актов по его регулированию. Функционируют около двух тысяч акционерных обществ, которыми вынуждено в обращение акций на общую сумму свыше четырех триллионов сумов. Общее количество акционеров составляет более одного миллиона юридических и физических лиц. Создана специальная инфраструктура фондового рынка, состоящая из организаторов торгов, двухуровневой депозитарной системы, более двухсот профессиональных участников рынка ценных бумаг.

Вместе с тем, ценные бумаги еще не заняли должного места в экономике республики, наблюдается недооценка роли фондового рынка в системе экономических отношений. Автоматическое использование финансовой информации, поступающей из-за рубежа, неосмысленное проецирование ее на практику Узбекистана, вызывает терминологическую путаницу и смысловую неопределенность понятийного аппарата, что наносит ущерб теории отечественного фондового рынка.

Отсутствуют эффективные финансовые механизмы стимулирования деятельности институтов инфраструктуры фондового рынка. Их структура в региональном разрезе гипертрофирована. Не происходит интеграции отечественного фондового рынка в зарубежные рынки капитала. Низка эффективность государственного регулирования рынка ценных бумаг. Отечественный фондовый рынок остается непрозрачным, отчего незащищены права инвесторов. Это создает риски финансовых потерь, замедляет процессы привлечения инвестиций, становления класса собственников, формирования многоукладной экономики.

Вышеперечисленные проблемы требуют серьезных исследований, осмысления теории рынка ценных бумаг, возможности применения

¹ Каримов И.А. Мировой финансово-экономический кризис, пути и меры по его преодолению в условиях Узбекистана». – Ташкент: Узбекистан, 2009. – С. 5.

накопленных мировой практикой подходов к стране, в условиях переходной экономики, глубокого анализа действующей практики фондового рынка в целях выявления слабых мест и недостатков. Все это предопределяет актуальность темы настоящего исследования.

Степень изученности проблемы. Теоретические и практические аспекты проблем функционирования фондового рынка исследованы в научных трудах ученых дальнего зарубежья Д. Бейли, Э. Бредли, Р. Брейли, Р. Вэйтилингэма, Б. Вильямса, С. Майерса, К. Морриса, У. О'Нила, Э. Петерса, Э. Роде, Р. Розена, А. Сигела, Дж. Тьюлза, Дж. Сороса, Ф. Фабоцци, Дж. Хикса, У. Шарпа и др.²

Вышеотмеченные работы посвящены, теории и практике рынков ценных бумаг стран с развитой рыночной экономикой, охватывают период исследований последних десятилетий и поднимают проблемы обеспечения их стабильного функционирования.

Вопросам становления и функционирования рынков ценных бумаг в странах постсоветского пространства посвящены работы российских ученых М.Ю. Алексеева, В.А. Алехина, Т.Б. Бердниковой, А.И. Басова³, В.А. Галанова, Е.Ф. Жукова, Н.Л. Маренкова, Я.М. Миркина, А.Н., Килячкова, Л.А. Чалдаевой, Г.П. Черкасского, О.А. Черникова, А.А. Фельдмана и др.³ Эти работы связаны, как правило, с проблемами российского рынка ценных бумаг, который сформировался после развала бывшего Советского Союза, в условиях и под воздействием, так называемой, «шоковой терапии» и, хотя имеет определенную общность с отечественным фондовым рынком, существенным образом, отличается от него.

В новейшей истории Узбекистана проблемы формирования и

² Вэйтилингэм Р. Руководство по использованию финансовой информации / Пер. с англ. М.: Финансы и статистика, 1999. – 400 с.; Вильямс Б. Новые измерения в биржевой торговле: как извлечь прибыль из хаоса: рынки акций, облигаций и фьючерсов. – М.: Аналитика, 2000. – 288с.; Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж. Инвестиции / Пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 2001. – 1028 с.; Уильям О' Нил. Как делать деньги на фондовом рынке: стратегия торговли на росте и падении / Пер. с англ. – 4-е изд. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. – 329 с.; Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов. М.: Олимп-Бизнес, 1997. - 1120 с.; Rudiger von Rosen, Werner G.Seifert. Die Übernahme börsennotierter Unternehmen. – Schriften zum Kapitalmarkt. Band 2. Printed in Germany, 1999. – 516 p.; Петерс Э. Хаос и порядок на рынках капитала. – Мир, 2000. – 333 с.; Сорос Д. Алхимия финансов. – М.:Инфра-М, 1996. - 416 с.; Фабоцци Ф.Д. Рынок облигаций: анализ стратегий / Пер. с англ. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. – 876 с.; Хикс Дж. Р. Стоимость и капитал. – М.: Прогресс, 1988. – 488 с.; Роде Э. Банки, биржи, валюты современного капитализма. – М.: Финансы и статистика, 1984-1988. – 345 с.; Kenneth M. Morris & Allan M.Siegel. Guide to understanding money & investing, 1993 by lightbulb press, Inc. – 173 p.; Тьюлз Дж., Бредли Э., Тьюлз М. Фондовый рынок. Университетский учебник. – М.: Инфра-М, 1997. – 648 с.

³ Алексеев М.Ю. Рынок ценных бумаг. – М.: Финансы и статистика, 1992. – 352 с.; Алехин Б.И. Введение в фондовые операции. – М.: Финансы и статистика, 1991. – 220 с.; Бердникова Т.Б. Рынок ценных бумаг и биржевое дело. – М.: ИНФРА-М, 2004. - 270 с.; Рынок ценных бумаг: Учебник / Под ред. В.А. Галанова, А.И. Басова. – 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Финансы и статистика, 2004. – 448 с.; Галанов В.А. Рынок ценных бумаг. Учебник. – М.: ИНФРА, 2008. – 379 с.; Рынок ценных бумаг: Учеб. пособие для вузов / Под ред. проф. Е.Ф.Жукова. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2003. - 399 с.; Маренков Н.Л. Ценные бумаги. – Ростов-на-Дону: Феникс, 2003. – 608 с.; Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. – М.: Альпина Паблишер, 2002. – 624 с.; Килячков А.А., Чалдаева Л.А. Рынок ценных бумаг. Курс в схемах. – М.: Юристъ, 2003. – 391 с.; Фельдман А.А. Вексельное обращение. Российская и международная практика. М.: Инфра-М, 1995. -352 с.; Черников Г.П. Фондовая биржа. – М.: Международные отношения, 1991. – 192 с.

функционирования рынка ценных бумаг начали рассматриваться с середины 90-х годов XX в. Им посвящены труды ученых-экономистов А.М. Абдукадирова, С.П. Абдуллаева, М.Г. Алиева, С.А. Арифжановой, С.С. Гулямова, В.А. Котова, С.Ф. Муминова, Ю.Б. Назарова, Л.А. Султановой, Ш.Ж. Тешаева, М.Б. Хамидуллина, Н.Д. Хусанова, В.А. Чжена, Ш.Ш. Шохазамий, Т.Д. Ядгарова и др⁴.

В работах перечисленных исследователей рассматривались проблемы какого-то отдельного сегмента рынка ценных бумаг, в основном практической направленности, или какого-либо института рынка ценных бумаг, в частности, повышения эффективности инвестиций через рынок ценных бумаг, деятельности банков на фондовом рынке, депозитарного дела и т.д. Эти исследования, применительно к рынку ценных бумаг Узбекистана в целом, не носили системного характера.

В этой связи требуют дальнейшего развития теоретические положения, определяющие сущность ценных бумаг, их классификацию, роль в условиях переходного периода стран, вставших на путь рыночных преобразований. Остаются малоисследованными особенности функционирования отдельных сегментов фондового рынка. Особую значимость приобретают вопросы изучения взаимосвязи рынка ценных бумаг и системы корпоративного управления. Не разработаны концептуальные аспекты государственного регулирования национального рынка ценных бумаг, обеспечивающего эффективное противостояние влиянию мировых финансовых кризисов. Актуальны вопросы повышения эффективности функционирования участников рынка ценных бумаг. Очень важны исследования отечественного фондового рынка, при которых он рассматривался бы, как *система* элементов, взаимодействующих между собой в комплексе и, одновременно, осуществляющих специфические функции.

Связь диссертационной работы с тематическими планами НИР. Диссертация является частью научно-исследовательского проекта «Институциональное развитие рынков ценных бумаг, недвижимости и товаров», выполненного в рамках ГНТП-2 Республики Узбекистан НИИ

⁴ Абдукадиров А. Опыт работы коммерческих банков на рынке государственных краткосрочных облигаций // Рынок ценных бумаг. - 2001. - № 8. - С. 4-6; Ачилов М.Ф., Алиев М.Г., Котов В.А., Тешаев Ш.Ж., Хамидуллин М.Б. Рынок капитала Узбекистана: вчера, сегодня и завтра. - Т.: Молия, 2002. - 268 с.; Арифджанова С.А. Проблемы развития внебиржевого рынка корпоративных ценных бумаг в условиях либерализации экономики: Автореф. дис. ... канд. экон. наук. - Т., 2002. - 20 с.; Рахманкулов Х., Гулямов С. Корпоративное право. -Т.:ТТЮИ, 2004. - 703 с.; Котов В. Совершенствовать правовое обеспечение деятельности банков на рынке ценных бумаг // Рынок ценных бумаг и биржевое дело. - 2004. - № 6. - С. 6-9; Муминов С.Ф. Интеграция Узбекистана в международный фондовый рынок: экономико-правовые аспекты: Автореф. дис. ... канд. экон. наук. - Т., 2004. - 22 с.; Назаров Ю. Правовые аспекты обращения ценных бумаг в гражданском обороте. - Т.: - Хужалик ва хукук, - 2004. - 200 с.; Султанова Л. Западные теории о функционировании рынка ценных бумаг // Рынок, деньги и кредит. - 1997, № 4. -С.29-33; Хамидуллин М.Б. Развитие финансового механизма корпоративного управления. - Т.: Молия, 2008. - 204 с.; Хусанов Н.Д. Повышение эффективности привлечения инвестиций в национальную экономику через рынок ценных бумаг: Автореф. дис. ... канд. экон. наук. - Т., 2000. - 22 с.; Чжен В.А., Бутиков И.Л. Все об акциях. - Т.: ИПК «Шарк», 1995. - 104 с.; Шохазамий Ш.Ш. Финансовый рынок и ценные бумаги. Книга II. Учебник. - Т.: Iqtisod-moliya, 2005. - 829 с.; Ядгаров Т.Д. Депозитарная система рынка корпоративных ценных бумаг и ее интеграция в международный рынок капитала: Автореф. дис. ... канд. экон. наук. - Т., 2003. - 22 с.;

углубления рыночных реформ при Госкомимуществе Республики Узбекистан в 2003-2005 гг., а также научно-исследовательского проекта «Совершенствование механизмов функционирования рынков ценных бумаг, недвижимости и товаров», выполненного в рамках ГНТП-1 Республики Узбекистан - Центром исследований проблем приватизации, развития корпоративного управления и рынка ценных бумаг при Госкомимуществе Республики Узбекистан в 2006-2008 гг. Работа выполнена в рамках плана научно-исследовательских работ Банковско-финансовой академии Республики Узбекистан.

Целью исследования является разработка научных предложений и практических рекомендаций по совершенствованию механизма функционирования рынка ценных бумаг Узбекистана.

Задачами исследования являются:

раскрытие сущности ценных бумаг и исследование их через призму классификатора;

определение рынка ценных бумаг как системы экономических отношений, и его роли в период социально-экономической трансформации общества;

анализ состояния отдельных сегментов рынка ценных бумаг Узбекистана и выявление проблем, препятствующих их нормальному функционированию;

выявление причин неразвитости вторичного и внебиржевого рынков акций, определение путей их активизации;

изучение деятельности участников рынка ценных бумаг, раскрытие недостатков и определение приоритетных направлений улучшения их функционирования;

оценка системы государственного регулирования рынка ценных бумаг и разработка концептуальных основ его совершенствования;

изучение уровня прозрачности национального рынка ценных бумаг, разработка принципиально новой системы информирования его участников;

Объектом исследования является функционирующий рынок ценных бумаг Узбекистана.

Предметом исследования является совокупность экономических отношений, связанных с формированием и развитием рынка ценных бумаг в условиях переходного периода.

Методы исследования. В работе использованы методы сравнительного, многофакторного анализа, классификации и статистических группировок, индукция и дедукция, синтез, логический анализ теоретического и практического материала, обобщение.

Основные положения, выносимые на защиту.

Ценные бумаги необходимо определять, как имущественные и, связанные с ними неимущественные *права*, в области привлечения, перераспределения и обратной выплаты средств, привлекаемых в виде заемного или акционерного капитала, удостоверяемые в документарной либо в бездокументарной формах.

В условиях либерализации экономики рынок ценных бумаг может не только выполнять пассивную функцию отражателя состояния экономики, а являться тем финансовым рычагом, с помощью которого можно в короткие сроки вывести экономику страны на значительно более высокий уровень.

Для коренного изменения ситуации на вторичном рынке корпоративных эмиссионных ценных бумаг необходимо кардинально сократить долю государства в уставных фондах акционерных обществ, стремиться к скорейшему сокращению доли госактивов, переданных государством в управление интегрированным корпоративным структурам, снять существующие ограничения на реализацию акций за пределами доли трудового коллектива, внедрить предложенную принципиально новую, эффективно действующую систему раскрытия информации эмитентами, практиковать введение при приватизации «золотой акции» на предприятиях, имеющих, стратегическое значение.

Для предотвращения кризисных ситуаций, обеспечения устойчивой биржевой торговли, снижения финансовых потерь держателей ценных бумаг при резких колебаниях цен, необходимо применять механизм маркет-мейкинга, при котором ценовая разница между ценой по заявкам официального дилера и взвешенной ценой за предыдущую торговую сессию не должна быть выше максимального спреда, установленного в договоре о поддержании рынка, а также снять ограничения по верхним границам цен выставления на торги пакетов акций внебиржевых предприятий.

Дивидендная политика многих эмитентов сориентирована на потребление, что замедляет темпы экономического развития хозяйствующих субъектов и экономики в целом. На современном этапе экономического развития, в условиях мирового финансового кризиса, отечественным корпорациям целесообразно в корне изменить дивидендную политику и направлять подавляющую часть прибыли на развитие.

Современный этап развития экономики требует проведения радикальной реформы системы управления фондовым рынком, предполагающей отказ от создания финансового мегарегулятора, поэтапный вывод главного уполномоченного государственного органа по регулированию рынка ценных бумаг из системы исполнительной власти, сохранения разграничения ответственности между регуляторами фондового рынка за состояние отдельных его сегментов.

Узбекистану целесообразно ориентироваться на развитие модели регулирования рынка ценных бумаг, предполагающей преобладающее участие в таком регулировании преимущественно государственных органов и передачу лишь небольшой части полномочий по такому регулированию саморегулируемым организациям.

Пересмотр системы экономических санкций (штрафов) в сторону их снижения для эмитентов ценных бумаг, а также введения санкций к должностным лицам, руководителям и ответственным работникам организаций, по вине которых нарушается законодательство, существенно повысят ликвидность акций.

Для развивающихся рынков ценных бумаг не приемлем тезис о необходимости концентрации торгов исключительно на фондовых биржах. В стране, где подавляющая часть акционеров является держателями мелких пакетов ценных бумаг, включая большую часть населения, целесообразно создавать, отлаживать и развивать механизмы внебиржевых рынков ценных бумаг, в том числе и неорганизованных.

Научная новизна исследования заключается в следующем:

сформулировано принципиально новое определение сущности ценных бумаг, как экономической категории, основанное на интегрированном подходе, объединяющем экономическую и юридическую составляющие этого понятия;

осуществлена классификация ценных бумаг, которые могут выпускаться в соответствии с законодательством Республики Узбекистан, и их видов;

впервые в экономической науке применен методологический подход к исследованию рынка ценных бумаг, как системе отношений, связанных с выпуском, обращением и погашением ценных бумаг, позволяющий изучить функционирование этой системы в целом, а также отдельных ее элементов;

введены в научный оборот понятия общей и специальной инфраструктуры рынка ценных бумаг;

выявлены факторы, сдерживающие динамичное развитие рынка ценных бумаг Узбекистана и определены пути существенного повышения эффективности механизма его функционирования.

разработана концепция государственного регулирования рынка ценных бумаг Узбекистана на среднесрочную перспективу;

Научная и практическая значимость результатов исследования.

Научная значимость исследования заключается в возможности использования выводов и предложений автора при разработке приоритетных направлений стратегического развития рынка ценных бумаг Узбекистана, повышения эффективности его функционирования, инвестиционного потенциала и конкурентоспособности в условиях мирового финансового кризиса.

Содержащиеся в диссертации теоретические выводы и практические рекомендации могут быть использованы государственными и региональными органами законодательной и исполнительной власти при анализе и разработке мер по совершенствованию функционирования рынка ценных бумаг, ЦКК ФРЦБ, Госкомимуществом, Министерством финансов, Центральным банком Республики Узбекистан при разработке ими нормативно-правовых актов по регулированию рынка ценных бумаг.

Изложенные в работе предложения могут также найти применение в деятельности профессиональных участников фондового рынка, акционерных обществ – эмитентов ценных бумаг при формировании концептуальных направлений развития, бизнес-планов, принятии оперативных решений в ходе хозяйственной практики.

Практическую ценность имеют разработанные в диссертации схема

вывода акционерных обществ из кризисного состояния, при использовании инструментов рынка ценных бумаг и кредита, предложения по оптимизации маркет-мейкинга на фондовой бирже, концептуальные положения по созданию принципиально новой системы раскрытия информации эмитентами, методика «Аудит операций с ценными бумагами», концепция государственного регулирования рынка ценных бумаг Узбекистана и др.

Реализация результатов. Результаты диссертационной работы использованы:

1. Законодательной палатой Олий Мажлиса Республики Узбекистан при разработке проектов Законов Республики Узбекистан «О рынке ценных бумаг» и «О внесении изменений и дополнений в Закон Республики Узбекистан «Об акционерных обществах и защите прав акционеров» (письмо о внедрении от 5 декабря 2008 г. № 04/1-13-68);

2. В практической деятельности Госкомимущества Республики Узбекистан при разработке Концептуальных положений проекта закона Республики Узбекистан «О рынке ценных бумаг», предложений по совершенствованию системы корпоративного управления в деятельности акционерных обществ (акт о внедрении б/н от 24 августа 2007 г.).

3. В практической деятельности ЦККФРЦБ при разработке проектов актов законодательства по развитию вторичного рынка ценных бумаг; повышению уровня квалификации, специалистов фондового рынка; определению стратегии развития рынка ценных бумаг Узбекистана, изменению механизма экономических санкций в отношении эмитентов ценных бумаг, совершивших нарушения законодательства о фондовом рынке; созданию единой системы информирования участников фондового рынка в Республике Узбекистан (акт о внедрении б/н от 14 ноября 2007 г.).

4. В практической работе РФБ «Тошкент» при разработке проектов Правил биржевой торговли с ценными бумагами на РФБ «Тошкент», положений биржи: об официальном биржевом бюллетене, о квалификационной комиссии, о котировальной комиссии, о брокерском месте, о филиале РФБ «Тошкент»; концептуальных положений организации проведения биржевых торгов; предложений по совершенствованию организационной структуры РФБ «Тошкент» (акт о внедрении б/н от 23 августа 2007 г., сопроводительное письмо № 01/02-448 от 23 августа 2007 г.).

5. В деятельности Агентства «Консаудитинформ» в качестве внутренних стандартов аудиторской деятельности при проверках крупных акционерных обществ республики ОАО АГМК, ХК «Узсельхозмашхолдинг», АО «Аммофос» и др. в виде Методических рекомендаций по проведению аудита операций с ценными бумагами в акционерных обществах и инвестиционных институтах Республики Узбекистан (акт о внедрении б/н от 25 июня 2007 г.).

6. В деятельности Национального центра подготовки специалистов рынка ценных бумаг при ТашГЭУ в качестве методических материалов по курсу «Рынок ценных бумаг: теоретические и практические основы» при подготовке профессиональных участников рынка ценных бумаг (акт о

внедрении № 14 от 20 ноября 2008 г).

Апробация работы. Диссертация обсуждена и рекомендована к защите на объединенных научных семинарах Ташкентского финансового института, Ташкентского государственного экономического университета, Андижанского инженерно-экономического института и на заседании Научно-координационного совета при Банковско-финансовой академии Республики Узбекистан.

Основные результаты исследования изложены в виде выступлений и одобрены на следующих международных и республиканских научно-практических конференциях: «Углубление приватизационного процесса и формирование класса собственников» (Ташкент 2001); «Формирование конкурентоспособного фондового рынка Узбекистана: проблемы и перспективы» (Ташкент, 2003); «Функционирование кастодианов и расчетной системы Узбекистана» (Сеул, 2003); «Социально-экономическая трансформация в странах СНГ: достижения и проблемы» (Москва, 2004); «Проблемы повышения ликвидности ценных бумаг и размещения их на зарубежных фондовых биржах» (Ташкент, 2006); облигационном конгрессе стран СНГ и Балтии (Рига 2006) г. и др.

Опубликованность результатов.

Основные результаты исследований опубликованы автором в 55 работах, в том числе, учебнике, монографии, 30 научных статьях и 17 научных тезисах докладов на научно-практических конференциях общим объемом свыше 70 п.л.

Структура и объем диссертации. Диссертационная работа состоит из введения, пяти глав, заключения, списка использованной литературы и приложений. Общий объем диссертации – 309 страниц, в ней содержатся 37 таблиц и 20 рисунков.

2. ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ ДИССЕРТАЦИИ

В первой главе: «**Экономические и правовые аспекты существования ценных бумаг в рыночной экономике**» рассмотрены сущность ценных бумаг, их классификация, характеристика и особенности ценных бумаг, выпускаемых в Узбекистане.

Среди ученых нет единых подходов к пониманию ценных бумаг. Согласно Закону Республики Узбекистан «О рынке ценных бумаг» от 22 июля 2008 года: «Ценные бумаги - документы, удостоверяющие имущественные права или отношения займа между выпустившим эти документы юридическим лицом и их владельцем, предусматривающие выплату дохода в виде дивидендов или процентов и возможность передачи прав, вытекающих из этих документов, другим лицам»⁵. Действие вышеупомянутого закона распространяется на акции, облигации,

⁵ Закон Республики Узбекистан «О рынке ценных бумаг» // Собрание законодательства Республики Узбекистан. - № 29-30. – С.278.

казначейские обязательства, депозитные сертификаты, производные ценных бумаг, а также векселя. В Гражданском кодексе Республики Узбекистан ценные бумаги рассматриваются в более широком смысле - как «... документы, удостоверяющие с соблюдением установленной формы и обязательных реквизитов имущественные права, осуществление или передача которых возможны только при их представлении». К ценным бумагам в этом смысле относятся: «...облигация, вексель, чек, депозитный и сберегательный сертификаты, банковская сберегательная книжка на предъявителя, коносамент, акция и другие документы, которые законодательством отнесены к числу ценных бумаг»⁶.

Таким образом, определения ценных бумаг в разных законодательных актах страны существенным образом отличаются друг от друга.

В экономической литературе преобладает юридический подход к определению экономической сущности ценной бумаги. «Правовая» природа ценных бумаг с легкостью принимается за объяснение их экономической сущности, что отражает недостаточную зрелость рынка ценных бумаг и экономической науки, его изучающей.

По определению М.Ю. Алексеева «Ценная бумага представляет собой документ, который отражает связанные с ним имущественные права, может самостоятельно обращаться на рынке и быть объектом купли-продажи и иных сделок, служит источником получения регулярного или разового дохода, выступает разновидностью денежного капитала»⁷. В этом определении ценные бумаги рассматриваются только как имущественные права. Между тем, неоспоримым, на сегодняшний день фактом, является то, что ценные бумаги могут предоставлять и неимущественные права, такие как, право акционера голосовать на общем собрании компании, требовать предоставления информации о деятельности эмитента и т.д.

Некоторые экономисты определяют ценную бумагу как «...документ, выпущенный эмитентом в бумажной или электронной форме, свидетельствующий о займе, совершенных инвестициях, принятых обязательствах либо других имущественных или неимущественных отношениях»⁸. Они подчеркивают факт того, что документ может быть выпущен и в бумажной, и в безбумажной форме. Таким образом, объясняется, что обращающиеся в безналичной форме ценные бумаги имеют ту же документарную основу, что и ценные бумаги в классической форме, и это, как бы, снимает проблему присутствия в современном мире подавляющего большинства ценных бумаг в безналичной форме, ставящего под сомнение определение ценной бумаги как документа.

Однако, во-первых, ценная бумага не может быть одновременно документом, свидетельствующим о займе, совершенных инвестициях, принятых обязательствах, и, во-вторых, «электронная форма» документа,

⁶ Гражданский кодекс Республики Узбекистан. - Ташкент, 1996. - С. 51.

⁷ Алексеев М.Ю. Рынок ценных бумаг. - М.: Финансы и статистика, 1992. - С.5.

⁸ Ядгаров Т.Д. Депозитарная система рынка корпоративных ценных бумаг Узбекистана и ее интеграция в международный рынок капитала: Дисс. ... канд. экон. наук. - Ташкент, 2003. - С.62.

опять-таки, только фиксирует наличие определенных прав у лица, которому он принадлежит. Поэтому, данное определение не в полной мере отражает внутреннее содержание ценной бумаги и лишь фиксирует ее внешнюю оболочку.

В ряде случаев ценные бумаги рассматриваются в более широком значении. В хозяйственном обороте имеют место документы, которые, хотя и не относятся к ценным бумагам, но, по мнению отдельных экономистов, являются ими, так как заключают в себе все основные признаки ценных бумаг, содержащиеся в большинстве современных определений. Речь идет о деньгах. В частности, по Дж. Р. Хиксу «Деньги (по крайней мере, современные) являются ... не потребительским товаром длительного пользования, а разновидностью ценных бумаг»⁹.

Таким образом, с юридической точки зрения ценная бумага - это документ, наделяющий его владельца определенными правами. Для раскрытия экономической сущности ценной бумаги, по нашему мнению, необходимо учитывать ее свойства, без которых документ не может претендовать на статус ценной бумаги, а именно, ценные бумаги: отражают реальные экономические отношения по поводу распределительных и перераспределительных процессов между субъектами производственных отношений; свидетельствуют об инвестировании средств в экономику; отражают отношения собственности или кредита; могут приносить владельцу определенный доход.

Поскольку ценная бумага на рынке одновременно является объектом рыночного оборота и закрепляет имущественные и другие права, а также обязанности сторон, целесообразно говорить об интегрированном подходе к определению экономической сущности ценной бумаги, объединяющем как экономический, так и юридический аспекты этого экономического явления. С этих позиций, мы определяем ценные бумаги, как *имущественные и связанные с ними неимущественные права в области привлечения, перераспределения и обратной выплаты средств, привлекаемых в виде заемного или акционерного капитала, удостоверяемые в документарной, либо в бездокументарной формах.*

Ценные бумаги, которые разрешено выпускать в Узбекистане, можно классифицировать по различным признакам. Их можно подразделить на выпускаемые в соответствии с законодательными актами о рынке ценных бумаг и Гражданским кодексом (рис. 1)¹⁰. При этом, следует иметь в виду, что чек, коносамент или банковская сберегательная книжка на предъявителя, не употребляются как ценная бумага, за исключением Гражданского кодекса республики, ни в одном из более 165 нормативных актов, прямо регулирующих фондовый рынок страны.

⁹ Хикс Дж. Р. Стоимость и капитал. - М.: Прогресс, 1988. - С.365.

¹⁰ Составлено автором.

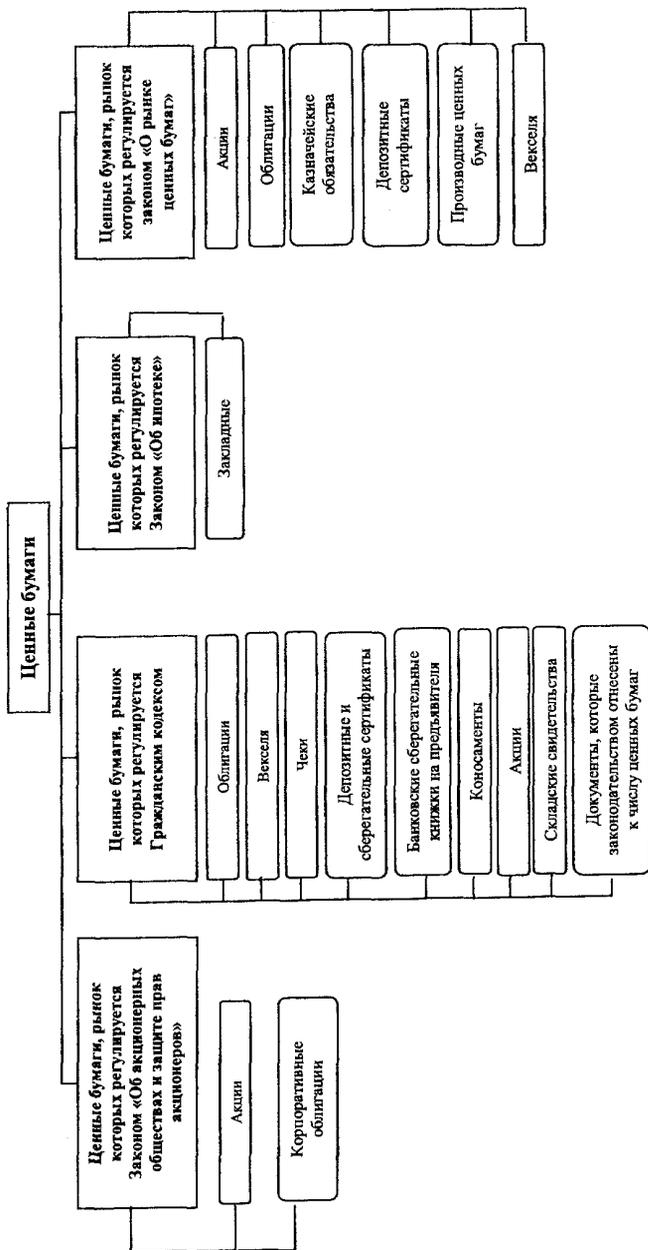


Рис. 1. Классификация ценных бумаг Республики Узбекистан по признаку отнесения к законодательным актам, регулирующим их рынок

Чек – это приказ банку о переводе денежной суммы со счета владельца чека указанному в чеке лицу, либо выплате ему наличных денег по предъявлении чека. Чек как форма расчетов весьма активно используется в странах с развитой экономикой. Он отнесен законодательством к ценным бумагам, очевидно, исходя из признака, связанного с необходимостью «представления» для реализации в нем имущественных прав. Коллизия состоит в том, что Гражданский кодекс одни документы, лежащие в основе безналичных расчетов, относит к ценным бумагам, например чек, а другие аналогичные документы, такие, как платежные поручения или, например, платежные требования, не относит.

Другой финансовый инструмент, определенный Гражданским кодексом как ценная бумага – коносамент представляет собой документ, содержащий условия договора морской перевозки. В Гражданском кодексе Республики Узбекистан констатируется «Заключение договора перевозки груза подтверждается составлением и выдачей отправителю груза документа (транспортной накладной, коносамента или иного документа на груз), предусмотренного соответствующим транспортным уставом и кодексом»¹¹ Но, возникает вопрос, почему одни сопроводительные документы, в частности, по перевозке грузов морским транспортом, относятся к ценным бумагам, а другие, аналогичные по сути, но оформляющие перевозку груза наземным или, каким либо, другим видом транспорта, в список ценных бумаг Гражданским кодексом не включены. Список документов, требующих уточнения по отнесению их к ценным бумагам Гражданским Кодексом можно было бы продолжить.

Все это свидетельствует о том, что Гражданский кодекс относит те или иные документы к ценным бумагам скорее в силу традиционности их отнесения к таковым, нежели исходя из какого-либо определенного устойчивого признака.

В целях ясного понимания дефиниций различных ценных бумаг, более четкого разграничения отдельных их видов целесообразно в законодательстве применять разработанную автором общую классификацию ценных бумаг, а также классификацию в рамках отдельных их видов, в частности, выделение государственных и негосударственных ценных бумаг, эмиссионных и неэмиссионных и т.д.¹²

В связи с различными классификационными признаками и специфическими особенностями ценных бумаг, представляется излишне сложным и трудоемким квалифицированное объединение норм законодательства, регулирующих их выпуск и обращение в одном документе. Следовательно, в ближайшей перспективе целесообразно создание законодательных актов, регулирующих рынки различных ценных бумаг по группам, в которые включались бы ценные бумаги, объединяемые каким-либо общим сущностным признаком, например, эмиссионные ценные

¹¹ Гражданский кодекс Республики Узбекистан. Часть II. - Ташкент, 1996. – С.66.

¹² Бутиков И.Л. Рынок ценных бумаг Узбекистана: проблемы формирования и развития. Т.: KONSAUDITINFORM-NASHR, 2008. – С. 13-35.

бумаги, государственные ценные бумаги, муниципальные ценные бумаги, ипотечные ценные бумаги и т.д., либо отдельным их видам (векселя).

Во второй главе диссертации «Рынок ценных бумаг и состояние его отдельных сегментов в Узбекистане» рассматриваются вопросы современного понимания рынка ценных бумаг и его роли в период социально-экономической трансформации общества, анализируется состояние отдельных сегментов рынка ценных бумаг Узбекистана, исследуются проблемы функционирования вторичного рынка акций, определяются пути их решения.

В экономической литературе часто употребляются понятия «рынок ценных бумаг» и «фондовый рынок». Одни экономисты, например, Е.Ф. Жуков, считают, что фондовый рынок – это есть биржевой рынок ценных бумаг. В частности, Е.Ф. Жуков пишет: «В настоящее время существуют три рынка ценных бумаг, которые участвуют в финансировании экономики: внебиржевой, фондовый (биржевой) и уличный»¹³. Другие экономисты, в частности, Я.М. Миркин, считают, что понятия фондового рынка и рынка ценных бумаг совпадают¹⁴. Но если учесть факт того, что на внебиржевом, на биржевом и на уличном рынках котируется один и тот же товар, который можно обозначить, как «фондовые ценности», то становится очевидным, что «рынок ценных бумаг» и «фондовый рынок» это тождественные понятия.

Рынок ценных бумаг рассматривается автором, как *система отношений* физических и юридических лиц, связанных с выпуском, обращением и погашением ценных бумаг».

Его модель представлена на рис. 2.¹⁵ Рыночное пространство вообще можно разделить на два полюса. На одном из них находятся поставщики капитала - юридические и физические лица, государство, имеющие временно свободные денежные и иные средства, желающие сохранить и приумножить их. На другом, - субъекты рынка, нуждающиеся в изначальном или дополнительном капитале, необходимом, для начала нового производства, осуществления работ, услуг или модернизации, расширения, реконструкции действующих мощностей и т.п. В качестве потребителей капитала выступают предприятия, организации и государство. В целях привлечения средств потребители капитала выпускают в обращение ценные бумаги, получая в результате их реализации средства для осуществления процесса производства (торговли, финансовой деятельности и т.п.). Однако для того, чтобы эмитенты и инвесторы «нашли» друг друга, необходима достаточно сложная институциональная система вспомогательных субъектов, так называемая, *инфраструктура*, обеспечивающая рациональное их взаимодействие. Институциональную инфраструктуру рынка ценных бумаг, с методологической точки зрения целесообразно подразделять на общую и специальную.

¹³ Рынок ценных бумаг / Под ред. Е.Ф. Жукова. - М.: ЮНИТИ, 2003. – С.13.

¹⁴ Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок. – М.: Перспектива, 1995. – С.100.

¹⁵ Составлено автором.

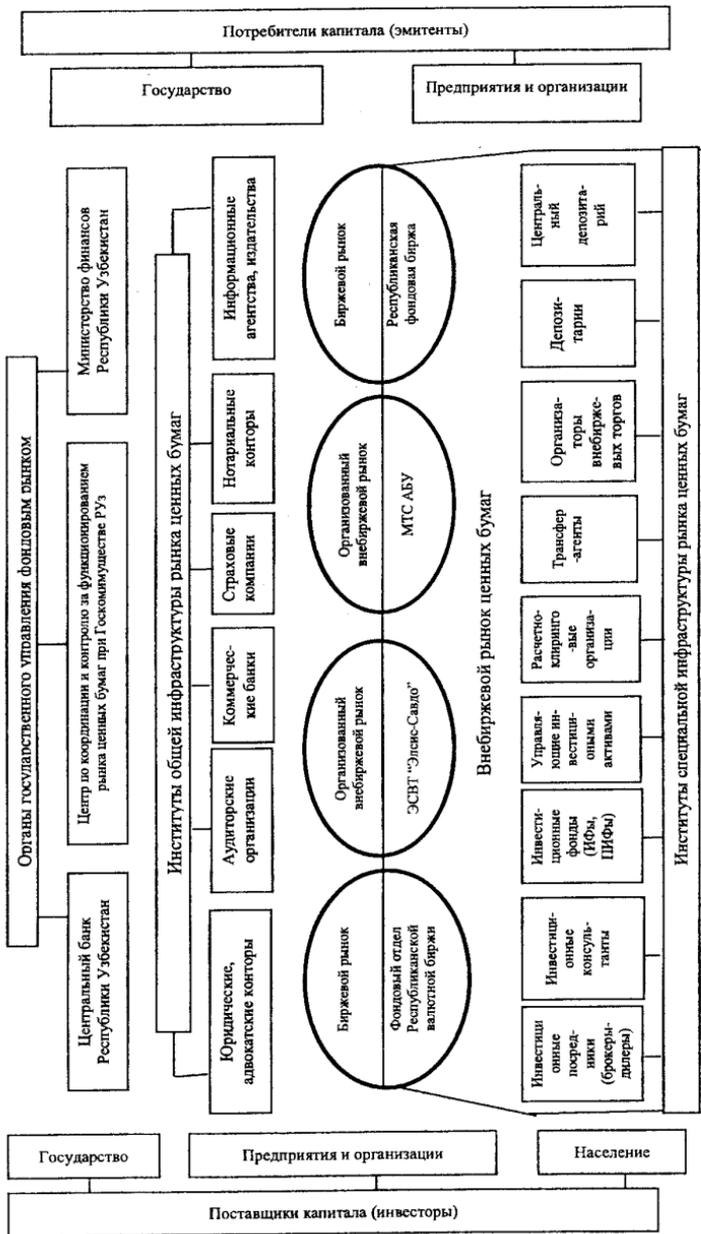


Рис. 2. Система рынка ценных бумаг Узбекистана

Такое разграничение позволяет упразднить имеющую место в теории и практике терминологическую путаницу, уточнить квалификацию института инфраструктуры фондового рынка и определить степень его причастности к профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг.

Проанализировав эволюцию формирования законодательства фондового рынка и хронику фактических событий на нем за годы независимости, можно выделить следующие этапы его развития¹⁶:

1 этап (1991-1993 гг.) возникновения фондового рынка Узбекистана и появления первого официального института рынка ценных бумаг – организатора торгов ценными бумагами - Фондового отдела Биржи «Тошкент». Это - этап формального государственного регулирования рынка ценных бумаг и приобретения государством негативного опыта участия на рынке в качестве эмитента (выпуск облигаций 12-% внутреннего выигрышного займа).

2-й этап (1994-1996 гг.) взрывного развития рынка акций (связанного с началом широкомасштабной приватизации) и векселей. В этот период приняты основные законы по регулированию отечественного фондового рынка «О механизме функционирования рынка ценных бумаг», «Об акционерных обществах и защите прав акционеров».

3-й этап (1997-2000 гг.) становления и развития рынка государственных краткосрочных облигаций (ГКО), формирования специальной инфраструктуры (инвестиционных институтов) и организованного внебиржевого рынка ценных бумаг.

4-й этап (2001-2006 гг.) освоения новых сегментов рынка ценных бумаг: рынков депозитных сертификатов, корпоративных облигаций, облигаций Центрального банка и государственных среднесрочных казначейских обязательств.

Современный этап развития фондового рынка Узбекистана (2007-2010 гг.) характеризуют противостояние влиянию мирового финансового кризиса, создание принципиально новой учетной системы рынка ценных бумаг, активизация на нем банковского участия, полная дематериализация акций, либерализация деятельности профессиональных участников фондового рынка.

Исследование эволюции рынка ценных бумаг республики, позволяет сформулировать *факторы, определившие его развитие в 1991-2008 гг. к которым относятся:* приватизация государственных предприятий; формирование акционерного капитала при создании новых акционерных компаний без участия государства; проблема неплатежей и появление в связи этим в обращении векселей; развитие практики финансирования дефицита государственного бюджета Республики Узбекистан неинфляционными методами; нехватка у хозяйствующих субъектов собственных оборотных средств для осуществления расширенного воспроизводства и использование нетрадиционных источников их формирования – корпоративных облигаций;

¹⁶ Бутиков И.Л. Рынок ценных бумаг. – Ташкент: Консаудитинформ, 2001. – С.379-404.

высокие темпы развития банковского дела и выпуск для формирования банковских пассивов депозитных сертификатов; повышение уровня накоплений отечественных предприятий и организаций и сбережений населения и стремление сохранить и приумножить их; приток в Узбекистан иностранного капитала.

Важным аспектом в теории рынка ценных бумаг является рассмотрение его *роли* на том или ином этапе развития общества. Роль рынка ценных бумаг в развивающихся странах состоит, прежде всего, в том, что с его помощью обеспечивается мобилизация свободных денежных и иных средств населения, предприятий и организаций, государства и направление их в различные сферы национальной экономики. В результате - потребители капитала получают доступ к источникам финансирования, а инвесторы получают возможность стать собственниками, сохранить и приумножить свои средства. Это тот результат, к которому приводит реализация перераспределительной функции рынка ценных бумаг, и которая, по сравнению с другими результирующими показателями функционирования рынка ценных бумаг, для стран с переходной экономикой является главной.

Значимость этой составляющей роли рынка ценных бумаг огромна, поскольку, если государство сможет отладить механизм функционирования фондового рынка, оно во многом решит проблему финансирования национальной экономики, являющейся одной из важнейших проблем для стран, вставших на путь самостоятельного экономического развития.

Исследование структуры рынка эмиссионных ценных бумаг в динамике (таблица¹⁷), показывает тенденции в формировании отдельных его сегментов, направления, на которых необходимо сосредоточить внимание при разработке концепций и программ развития.

Динамика структуры рынка эмиссионных ценных бумаг Узбекистана

в процентах

Годы	Рынок акций	Рынок облигаций			Рынок казначейских обязательств
		ГКО	Облигации Центрального банка	Корпоративные облигации	
1999	6,8	93,1	-	0,1	-
2000	13,1	86,5	-	0,4	-
2001	27,5	71,8	-	0,6	-
2002	35,9	59,0	-	5,0	-
2004	28,9	28,8	1,6	19,6	21,0
2005	70,9	7,8	1,0	4,9	15,4
2006	56,3	0,2	33,9	-	9,6
2007	75,3	0,3	15,5	1,3	7,6

Приведенные данные свидетельствуют о тенденции неуклонного роста удельного веса рынка эмиссионных ценных бумаг, отражающих отношения собственности (акции) и одновременного сокращения доли рынка

¹⁷ Составлено по данным ЦКФРЦБ, Центрального банка РУз, УзРВБ, газеты «Банковские ведомости».

эмиссионных ценных бумаг, являющихся орудиями кредита и отражающих кредитные отношения (ГКО, корпоративные облигации, облигации Центрального банка, казначейские обязательства). Это положительная тенденция в развитии отечественного фондового рынка, которая свидетельствует об усиливающемся доверии инвесторов к отечественным акционерным компаниям, постепенно улучшающимся финансовом положении, повышением ликвидности их акций. Как видно из таблицы, наиболее динамично развивающимся сегментом рынка ценных бумаг Узбекистана является рынок акций.

В динамике структуры рынка ценных бумаг страны прослеживается устойчивая тенденция значительного снижения удельного веса рынка ГКО (с 93,1 % в 1999 г. до 0,3 % - в 2007 г.), а также рынка казначейских обязательств (с 21,0 в 2004 г. до 7,6 % в 2007 г.). Отсутствие устойчивого развития рынков этих ценных бумаг, связано, во-первых, с наблюдающимся профицитом государственного бюджета и, во-вторых, с позицией Министерства финансов страны, в соответствии с которой, выпуск государственных ценных бумаг целесообразен только в целях покрытия дефицита государственного бюджета.

Различные тенденции в динамике рынков однопорядковых ценных бумаг - ГКО, казначейских обязательств и облигаций Центрального банка, объясняются тем, что для Минфина ГКО и казначейские обязательства – инструмент обеспечения сбалансированности государственного бюджета, а для Центрального банка – его облигации – инструмент регулирования денежной массы в обращении.

В условиях либерализации экономики в стране получил развитие рынок корпоративных облигаций, в 2004 г. удельный вес которого в общем объеме рынка эмиссионных ценных бумаг достиг 19,6 %. Однако в дальнейшем развитие этого сегмента рынка было приостановлено по причинам отсутствия законодательства, надлежащим образом защищающего права инвесторов.

Динамично развивающимся сегментом рынка ценных бумаг является рынок депозитных сертификатов. В то же время, несмотря на принимаемые меры со стороны Центрального банка и Правительства по увеличению депозитных (сберегательных) сертификатов в структуре рынка депозитных сертификатов, их реализация не превышает и десяти процентов.

Исследование отраслевой структуры биржевого вторичного рынка акций за последние семь лет выявило наибольшие частоту и объемы сделок с акциями предприятий пищевой промышленности, банковской сферы, страхования и инвестиционной деятельности, легкой и местной промышленности, строительства и производства строительных материалов, местной промышленности. Вместе с тем, традиционно активно котируемые за рубежом акции предприятий сектора внешнеэкономической деятельности, добывающей, металлургической, химической промышленности, связи, энергетического комплекса оставались без движения.

В 2007 г. из совокупного количества акций 1925 акционерных

компаний, акции только 585 (всего 30,4 %) котировались на организованных рынках и 1056 компаний (54,9 %) - на неорганизованном. Акции 1340 акционерных обществ (69,6 % от общего количества акционерных обществ) ни разу не были проданы на организованном вторичном рынке, и акции 869 акционерных обществ (соответственно – 45,1 %) ни разу не были проданы на неорганизованном.

Рассмотрение отношения объема реализации акций вторичного рынка к совокупному уставному капиталу исследуемых акционерных обществ в отраслевом разрезе показывает, что в целом по республике в 2007 г. из совокупной капитализированной стоимости (по номиналу) подвижной являлась только очень маленькая ее часть - всего 4,1 %, что свидетельствует о «застое» рынка. Обращаемость акций предприятий большинства наиболее развитых отраслевых объединений, составляющих фундамент экономики в 2007 г. находилась практически на нуле. Например, обороты менее двух процентов совокупной капитализации отраслевого объединения имели предприятия таких объединений, как «Узбекнефтегаз» (0,1 %), «Узбекэнерго» (0,3 %), «Узбекистон темир йуллари» (0,1 %), «Ташшахарйулочитранс» АК (0,3 %), «Узкимесаноат» АК (1,2%). Полностью обездвижены акции АГМК, «Автосаноат» АК, «Ташшахартрансхизмат» уюшмаси, «Узбеккино» и некоторых других эмитентов.

Каковы же причины такой обездвиженности? Исследования показали, что главной причиной обездвиженности, акций является нерациональная структура совокупного акционерного капитала (рис. 3).

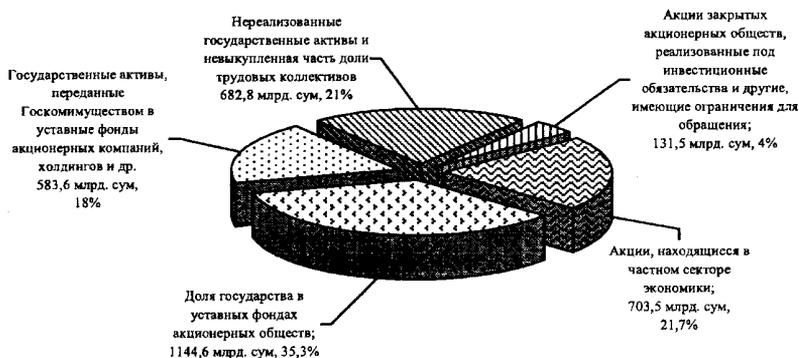


Рис.3. Структура совокупного акционерного капитала по номинальной стоимости в Республике Узбекистан (на 1 января 2008 г.)¹⁸

¹⁸ Составлено по данным ЦКК ФРЦБ.

Подавляющая часть акций, будучи государственными активами (по состоянию на 1 января 2008 г. – 74,3 %), не может обращаться вообще, а главным ресурсом для вторичного рынка является незначительная по величине доля акций, находящихся в частном секторе экономики (по состоянию на 1 января 2008 г. всего 21,7 %). Таким образом, лишь объем акций на сумму 703,5 млрд. сумов представляет более подвижную часть ценных бумаг, способную оживить вторичный рынок.

Рассмотрение внутренней структуры этого самого перспективного для функционирования вторичного фондового рынка пакета акций, находящихся в собственности частного сектора показывает, что главным ресурсом для вторичного рынка являются акции приватизированных предприятий, составляющие на 1 января 2008 г. всего 34,5 % от общего пакета, поскольку размещенные акции банков в значительной части представлены ценными бумагами, выпущенными в ходе капитализации, для целей увеличения уставного фонда, которые, до последнего времени, не обращались открыто на фондовом рынке, а размещенные акции вновь созданных акционерных обществ распределялись по закрытой подписке и также не доступны широким слоям инвесторов.

Для коренного изменения ситуации на вторичном рынке корпоративных ценных бумаг необходимо осуществить следующее.

Во-первых, кардинально сократить долю государства в уставных фондах акционерных обществ.

Во-вторых, пересмотреть порядок реализации акций на биржевых и внебиржевых торгах, а также условия реализации акций членам трудового коллектива. При этом, следует иметь в виду, что главным тормозом такой реализации является несовершенный порядок определения цены, когда за основу берется преимущественно, затратный метод оценки стоимости акций.

В-третьих, необходимо стремиться к скорейшему сокращению доли госактивов, переданных государством в управление интегрированным корпоративным структурам.

В-четвертых, по стратегически важным и известным приватизированным предприятиям (например, АГМК, ТАПОиЧ и др.), акции которых могут претендовать на неплохую ликвидность, целесообразно определить небольшие по отношению к общему количеству пакеты акций (до 15 % от суммы эмиссии) для открытой котировки их на биржевом и внебиржевом рынке ценных бумаг.

В-пятых, необходимо внедрить принципиально новую эффективную действующую систему раскрытия информации эмитентами.

В-шестых, шире практиковать введение при приватизации «золотой акции» в акционерных обществах, имеющих приоритетное значение для экономики страны. Реализация акций, являющихся собственностью государства, в частную собственность с сохранением за государством «золотой акции» на крупных предприятиях стратегического значения, позволило бы, обеспечить государственный контроль за деятельностью таких предприятий, пополнить доходную часть государственного бюджета страны значительными

средствами и вывести из состояния обездвиженности крупнейшие пакеты акций (госактивы), являющиеся в настоящее время главным фактором, сдерживающим развитие вторичного рынка акций. Механизм применения золотой акции подробно разработан в 2004 г.¹⁹ и внедрен в практику на уровне актов законодательства страны в 2007 г.²⁰.

В третьей главе « **Проблемы институционального развития рынка ценных бумаг и пути их решения**» исследуются вопросы повышения эффективности функционирования участников рынка ценных бумаг, оптимизации их состава и структуры, взаимосвязи рынка ценных бумаг и корпоративного управления, особенностей функционального потенциала на рынке ценных бумаг банков.

Важное место среди участников рынка ценных бумаг принадлежит эмитентам – акционерным обществам. В республике преобладающая часть акционерных обществ была создана в результате приватизации государственных предприятий и ряд из них имеет неустойчивое финансовое положение. Для финансового оздоровления таких предприятий нами разработана схема вывода акционерных обществ из кризисного состояния, при использовании *инструментов рынка ценных бумаг и кредита*. Схема предполагает привлечение финансовых ресурсов инвесторов через реализацию объявленных акций с одновременным получением акционерными обществами налогового беспроцентного кредита сроком на 5 лет с ежеквартальным погашением налоговых платежей. Предлагаемая схема могла бы придать новый импульс развитию первичного рынка акций и фондовому рынку в целом за счет вторичных эмиссий акций предприятиями, созданными в процессе разгосударствления и приватизации.

Исследования выявили существенную нерациональность в размещении профессиональных участников рынка ценных бумаг по регионам страны. Общее количество профессиональных участников рынка ценных бумаг сократилось с 494 - на 1 июля 1998 г. до 303 на 1 января 2008 г.

Уменьшение количества профессиональных участников рынка ценных бумаг коснулось тех направлений, которые прямо связаны с основной мобилизационной функцией рынка ценных бумаг. Для того, чтобы обеспечить ее выполнение целесообразно реанимировать деятельность инвестиционных фондов, доведя их количество до числа, необходимого для охвата всех регионов страны, создать эффективно функционирующую систему институциональных инвесторов.

Актуальным является вопрос об оптимизации деятельности в республике фондовой биржи. Главное для биржи, и для органов, осуществляющих регулирование рынка ценных бумаг, - «взращивание»

¹⁹ Институциональное развитие рынков ценных бумаг недвижимости и товаров: Отчет о выполнении государственного заказа на осуществление прикладных исследований в рамках ГНТП-2 (промежуточ.) / НИИУРР при Госкомимуществе РУз. Руководитель И.Л. Бутиков. – Ташкент, 2004. – С.298-299.

²⁰ «О дополнительных мерах по углублению процессов приватизации предприятий стратегических отраслей экономики». Указ Президента Республики Узбекистан от 20 июля 2007 г. № УП-3897 // Собрание законодательства Республики Узбекистан. - 2007 (июль). - № 29-30. -С.299 -300.

отечественных эмитентов - национальных акционерных компаний, акции которых постоянно бы обращались на биржевой торговой площадке.

Институт маркет-мейкинга является мощным механизмом обеспечения совершения биржевых сделок, носящих постоянный характер и одновременно защиты держателей ценных бумаг от убытков, связанных со значительными колебаниями цен. Разработанная нами и применяемая на РФБ «Тошкент» система подобной защиты при использовании механизма маркет-мейкинга, сводится к тому, что при существенных колебаниях цен, сначала в «игру» вступают маркет-мейкеры, которые своими собственными силами должны удерживать курс ценной бумаги, имеющий тенденцию к изменению, а, далее, вмешивается биржа, которая может приостановить торги по этой ценной бумаге до выяснения ситуации, в целях избежания еще больших финансовых потерь ее держателей.

В соответствии с правилами установлен порядок, при котором биржа заключает договор о поддержании рынка с маркет-мейкером на условиях, при которых последний в течение срока его действия должен принять на себя обязательства подавать и постоянно поддерживать в системе торгов и клиринга в ходе торговой сессии заявки на покупку и на продажу. Ценовая разница между ценой по заявкам маркет-мейкера и взвешенной ценой за предыдущую торговую сессию не должна быть выше максимального спреда, установленного в договоре о поддержании рынка. Применение предлагаемого механизма маркет-мейкинга позволяет фондовой бирже существенно защитить участников биржевой торговли от потерь, приблизить правила игры на бирже к аналогичным международным нормам.

В настоящее время торговая система не принимает к исполнению заявки на выставление пакетов акций внелистинговых предприятий в случае, если цена на выставляемые акции более чем на 25 % ниже или выше текущей курсовой стоимости на данные акции. Применение ограничений по ценам на выставляемые на торги акции внелистинговых предприятий в плане установления их верхней границы на практике приводит к возникновению ряда негативных для развития рынка ценных бумаг последствий, которые подробно описаны в диссертации. Следовательно, целесообразно снять ограничения по верхним границам цен выставления на торги пакетов акций внелистинговых предприятий.

На наш взгляд, дальнейшее развитие торговли ценными бумагами в регионах республики должно пойти по пути упразднения подразделений Республиканской фондовой биржи и создания на их основе крупных торговых домов инвестиционных посредников.

Коммерческие банки страны, несмотря на имеющиеся у них технические, организационные и материальные преимущества в сравнении с небанковскими организациями – участниками фондового рынка, не используют своего потенциала на рынке ценных бумаг, как эмитенты, инвесторы и инвестиционные институты. Для активизации их деятельности на фондовом рынке необходима реструктуризация капитала банков, реализация государственной доли в уставных фондах частным инвесторам,

дальнейшая либерализация деятельности банков в качестве инвесторов.

Причинами «затухания» вексельного обращения являются серьезные пробелы в нормативно-правовой базе, в целом регламентирующей обращение векселя, где не нашли отражения методические и технические вопросы выпуска, обращения, погашения векселей, процедуры протеста по векселю. Для реанимации вексельного обращения необходимы разработка и принятие закона «О простых и переводных векселях», основу которого должны составить положения Единообразного вексельного закона, одобренного Женевскими конвенциями 1930-1931 гг.

До последнего времени большинство экономистов считали, что рыночная цена находится в прямой зависимости от получаемого по ним дивиденда и в обратной зависимости от нормы ссудного процента. «Курс ценных бумаг выражает капитализированный доход, т.е. соответствует той сумме денег, которая при предоставлении ее в кредит дает доход, равный доходу по ценной бумаге»²¹.

Современные исследования уровня размера дивидендов в таких источниках, как «Уолл-стрит джорнал» и «Файнэншл таймс», показывают, что дивиденды по компаниям, чьи акции постоянно котируются на Нью-Йоркской фондовой бирже, совсем невелики и составляют в среднем 1-2 % к номиналу акции. Практика показывает, что после объявления компанией информации о выплате относительно высоких дивидендов рыночная цена акций снижается. Это происходит потому, что аналитики рынка ценных бумаг по результатам полученной информации делают выводы о том, что на сумму выплаченных дивидендов уменьшается имущество компании. Что касается курса акций, то это есть не что иное, как отражение стоимости доли этого имущества.

Следует отметить, что для стран, где рынок ценных бумаг находится на стадии становления и ликвидность акций в целом невысока, а сделки на рынке носят в основном нерегулярный, случайный характер, определяющим фактором для формирования цены акций является величина выплаченных дивидендов.

На основании вышеизложенного, нами сделан вывод о том, что вторичный рынок ценных бумаг в развитых и в развивающихся странах играет неодинаковую роль в оценке функционирования системы корпоративного управления.

Как показало проведенное в 2004 г. НИИУРР при Госкомимуществе Республики Узбекистан анкетирование 82 предприятий легкой и пищевой промышленности, отечественные акционерные компании при наличии прибыли, как правило, выплачивают значительные дивиденды. Дивиденды, объявленные к выплате общим собранием акционеров, обычно, составляют порядка 30-40 % чистой прибыли. В отношении к номинальной стоимости их величина по некоторым предприятиям отдельных отраслей может достигать

²¹ Красавина Л.Н. Денежное обращение и кредит капиталистических стран. - М.: Финансы и статистика, 1977. - С. 51.

1000 и более процентов.

Таким образом, сегодня дивидендная политика многих эмитентов сориентирована на потребление, а не на наращивание функционирующего капитала, сохранение его в обороте акционерного общества. Это замедляет темпы экономического развития предприятия, делает его неконкурентоспособным, непривлекательным для иностранных инвесторов.

Для финансирования модернизации предприятий, особенно в условиях мирового финансово-экономического кризиса, отечественным предприятиям целесообразно в корне изменить дивидендную политику, направляя подавляющую часть прибыли на развитие, а не на потребление, поскольку, в противном случае их финансовое положение может быть серьезно подорвано, что, в свою очередь, может неблагоприятно отразиться на ликвидности акций, состоянии рынка ценных бумаг и экономики в целом.

Анкетирование показало, что одной из причин сдерживающих развитие фондового рынка является отсутствие элементарных знаний о рынке ценных бумаг у населения республики. Для решения этой проблемы автором разработана комплексная программа повышения знаний населения о рынке ценных бумаг, принятие которой позволит привлечь дополнительные инвестиции в реальный сектор экономики.

В четвертой главе диссертации «Повышение роли государственного регулирования рынка ценных бумаг в условиях кризиса мировой финансовой системы» рассматриваются организационные основы, модели государственного регулирования рынка ценных бумаг в зарубежных странах и возможности их применения в Узбекистане, контроль как важнейший инструмент государственного регулирования фондового рынка.

Исследования показывают, что в соответствии с разделением регулирования фондового рынка на *государственное* и *профессиональное*, существуют несколько основных моделей регулирования рынка ценных бумаг²². В силу неразвитости института СРО, имеющимся отрицательным опытом внедрения профессионального регулирования рынка ценных бумаг (Англия), Узбекистану целесообразно ориентироваться на развитие первой модели регулирования рынка ценных бумаг, предполагающей преобладающее участие в таком регулировании преимущественно государственных органов.

Для повышения эффективности функционирования рынка ценных бумаг необходимо осуществить радикальную реформу системы управления фондовым рынком страны. На первом этапе, в целях повышения авторитета регулятивного органа, и его роли в проведении государственной политики в области рынка ценных бумаг, необходимо создать самостоятельный, не входящий в какую-либо ведомственную структуру, уполномоченный орган по регулированию рынка ценных бумаг, напрямую подчиненный правительству. При этом, речь не идет о создании мегарегулятора финансового рынка, а только регулятора, в зону ответственности которого

²² Алексеев М.Ю. Рынок ценных бумаг. - М.: Финансы и статистика, 1992. – С.248.

будет входить рынок эмиссионных ценных бумаг. На втором этапе, в более отдаленной перспективе, при гораздо более высоком уровне развития фондового рынка, целесообразно вывести уполномоченный государственный орган по регулированию рынка ценных бумаг из системы исполнительной власти, обеспечив, таким образом, равные условия для всех участников рынка ценных бумаг, включая государство.

Созданный нормативный фундамент позволил обеспечить создание и становление субъектов рынка – эмитентов, инвесторов, инвестиционных институтов, фондовой биржи, их количественное и качественное развитие.

Вместе с тем, семнадцатилетний период функционирования отечественного фондового рынка отчетливо выявил *проблемы* в области формирования его нормативно-правовой базы. Несмотря на значительное количество нормативно-правовых документов, регулирующих осуществление операций на фондовом рынке, в республике ощущается нехватка норм, регулирующих отдельные сферы деятельности на рынке ценных бумаг. Одни и те же нормы и положения часто повторяются в различных нормативных актах. Действующее законодательство не носит стимулирующего характера, создает препятствия для осуществления сделок по купле-продаже ценных бумаг в отдельных секторах рынка, узаконенную систему неразглашения информации, не способствует интеграции отечественного фондового рынка в международный рынок капитала. Имеет место весьма расплывчатый характер положений в значительном количестве нормативных актов, наличие в них многочисленных отсылочных норм на законодательство в целом, отсутствие конкретности и четкости. Разработанные проекты нормативных актов перед их утверждением не выносятся на обсуждение участников рынка ценных бумаг и принимаются без ведома профессионального сообщества.

Исследования показали, что на формирование законодательства о рынке ценных бумаг, например, такой страны как США, серьезное влияние оказали массовые инциденты, манипуляции и мошенничество, а само государственное регулирование фондового рынка формировалось как реакция конгресса США на факты злоупотреблений со стороны участников фондового рынка²³. В Узбекистане процесс формирования законодательства развивался планомерно по инициативе правительства, с учетом опыта других стран, использованием рекомендаций авторитетных международных организаций.

В то же время, к развивающемуся рынку ценных бумаг, постоянно механически «применяются» и применяются законодательные нормы и правила, характерные для мощных и хорошо отработанных экономических систем, имеющих развитые финансовые и кредитные механизмы, институты рыночной инфраструктуры и т.д. Такое проецирование законодательства развитых стран без учета уровня финансового состояния всех участников рынка ценных бумаг, возможностей кредитно-финансовой системы и

²³ Бутиков И.Л. У американцев тоже были свои «МММ» // БВВ. – 1994. - №№24-25. - 17, 30 июня.

информационного обеспечения и других условий, делает многие нормы законодательства неработающими и бесполезными, а в некоторых случаях, как уже упоминалось, и препятствующими нормальному развитию рыночных отношений в указанной области. На наш взгляд, Узбекистану целесообразнее при разработке своих законодательных актов в рассматриваемой сфере больше ориентироваться на имеющийся собственный эмпирический опыт, а также системы регулирования фондового рынка в странах, более близких нашей стране по историческим, экономическим, географическим и другим условиям формирования и развития.

Одним из главных элементов государственного регулирования рынка ценных бумаг является контроль за соблюдением законодательства о рынке ценных бумаг его участниками. В ходе исследования, обобщения практики контролирующих органов, а также деятельности участников рынка ценных бумаг удалось методологически систематизировать элементы контроля, построить их общую схему.

ЦКК ФРЦБ в связи с нарушениями законодательства о рынке ценных бумаг применяет к нарушителям различные санкции. Анализ показывает, что количество примененных регулятивным органом санкций в последние годы не уменьшается и средний размер одной санкции имеет тенденцию роста. Если в 2000 г. средний размер одной санкции составил 267,1 тыс. сумов, то в 2007 г. достиг величины 2003,1 тыс. сумов, (то есть увеличился по сравнению с 2000 г. в 7,4 раза).

До последнего времени размеры штрафов были необоснованно велики и применялись к акционерным обществам, а не к виновным в нарушении законодательства лицам. В результате, санкции, которые, казалось бы, были направлены на защиту интересов инвесторов, оборачивались прямо против них, поскольку эмитент (акционерное общество), выплачивая значительную сумму штрафа, порой существенно ухудшает свое финансовое положение и после этого уже не в состоянии без серьезных финансовых последствий выплатить дивиденды акционерам.

В этой связи, автором неоднократно, начиная с 2002 г., предлагалось пересмотреть систему действующих санкций (штрафов), предусмотрев изменение их в сторону снижения для юридических лиц, а также введения санкций к должностным лицам, руководителям и ответственным работникам организаций, по вине которых нарушается законодательство²⁴. Эти предложения были использованы при подготовке соответствующих документов руководства республики по либерализации законодательства в области экономики, в частности, п.4 Указа Президента РУз от 24 июня 2005 г. № УП-3622 «О либерализации финансовой ответственности субъектов предпринимательства за хозяйственные нарушения», а затем на уровне законодательных актов страны. Внедрение этих принципиально новых подходов к установлению штрафов для участников рынка ценных бумаг,

²⁴ Бутиков И.Л. Корпоративное управление и рынок ценных бумаг // Рыночные преобразования и развитие предпринимательства / Под ред. И.Л. Бутикова, Б.Б. Беркинова, Р.И. Ядуева. – Ташкент: Консультинформ, 2003. – С.77.

нарушающих действующее законодательство, должно радикально изменить ситуацию на фондовом рынке и повысить ответственность, прежде всего, руководителей акционерных обществ и инвестиционных институтов.

Анализ результатов проверок акционерных обществ и инвестиционных институтов подразделениями ЦКК ФРЦБ выявил еще один актуальнейший вопрос повышения эффективности деятельности эмитентов и профессиональных участников рынка ценных бумаг. Рассмотрение результатов проверок деятельности акционерных обществ и инвестиционных институтов, осуществленных ЦКК ФРЦБ в региональном аспекте, показало, что в целом по республике количество выявленных нарушений, приходящихся на одного участника рынка ценных бумаг, увеличилось за последние восемь лет более, чем в два раза (с 4,2 нарушения в 2000 г. до 9,7 – в 2007 г.). Между тем, практически во всех акционерных обществах согласно законодательству проводились аудиторские проверки. Несмотря на значительные суммы, затрачиваемые акционерными обществами на проведение аудита, они продолжают выплачивать сотни миллионов сумов в виде штрафов, связанных с нарушением законодательства о ценных бумагах.

На наш взгляд, одной из основных причин сложившегося положения является устоявшееся мнение о том, что аудит – это исключительно проверка финансово-хозяйственной деятельности, не имеющая отношения к операциям с ценными бумагами.

В целях сокращения нарушений законодательства о рынке ценных бумаг предлагается внедрить порядок, в соответствии с которым при проверке акционерного общества или профессионального участника рынка ценных бумаг, включая фондовые биржи, в составе проверяющей группы аудиторской компании должен обязательно присутствовать аудитор, имеющий квалификационный аттестат ЦКК ФРЦБ первой категории.

Разработанная и внедренная автором методика «Аудит операций с ценными бумагами», предусматривающая такие направления аудита, как аудит учредительных документов, аудит расчетов с акционерами-учредителями, аудит оценки ценных бумаг, аудит движения ценных бумаг, аудит начисления и выплаты дивидендов по акциям и процентов по облигациям, аудит налогообложения операций с ценными бумагами и др., уже используется в качестве внутреннего стандарта, в деятельности крупнейшей аудиторской организации республики - неправительственного Агентства «Консаудитинформ», и позволяет значительно снизить выявляемые регулятивным органом нарушения законодательства о рынке ценных у отечественных эмитентов ценных бумаг. Однако целесообразно применение ее всеми аудиторскими организациями республики при проверках участников рынка ценных бумаг и, прежде всего, акционерных обществ на уровне общеобязательного государственного стандарта аудита. Кроме того, необходимо скорейшее признание профессиональным аудиторским сообществом аудита операций с ценными бумагами, как одного из направлений аудита вообще.

Важным условием успешного и динамичного развития фондового

рынка страны является наличие в государстве разработанного и принятого всеми органами государственной власти и управления, участниками рынка ценных бумаг документа программного характера – концепции. К сожалению, в республике такая концепция отсутствует.

Автором разработаны концептуальные положения государственного регулирования рынка ценных бумаг Узбекистана, которыми должны стать определение принципов государственной политики на рынке ценных бумаг, макроэкономических задач применительно к фондовому рынку, принципов государственного регулирования рынка ценных бумаг, ответственности государственных органов за состояние различных сегментов рынка ценных бумаг, целей государственной политики на отечественном фондовом рынке, принципов формирования нормативно-правовой базы в этой сфере.

Необходимо иметь в виду, что Узбекистан, как и другие развивающиеся страны, идет по пути приближения норм национальных правовых актов в рассматриваемой сфере к стандартам стран с развитой рыночной экономикой, которые, как показывают последние события на мировых финансовых рынках, не всегда выдерживают испытания временем.

Кризис на рынке ипотечных ценных бумаг США, переросший в общемировой экономический кризис показал, что для стран с развивающимися рынками в качестве одного из важнейших принципов государственного регулирования рынка ценных бумаг является принцип дифференцированного подхода при использовании зарубежного опыта регулирования рынка ценных бумаг, рекомендаций международных организаций, избирательного проецирования соответствующих нормативно-правовых актов развитых стран на национальные фондовые рынки.

В ближайшей и долгосрочной перспективе важно максимально широко использовать налоговые методы стимулирования развития национального рынка ценных бумаг. *Налоговая политика* должна строиться на основе таких принципов, как унификация ставок налогов и принципов налогообложения в отношении профессиональных участников рынка, дифференцированный подход к налогообложению операций с ценными бумагами по признаку их разграничения на спекулятивные и инвестиционные, недопущение превышения уровня налоговых ставок в сфере индустрии рынка ценных бумаг по отношению к общему уровню налогового бремени.

В пятой главе работы **«Совершенствование механизма функционирования рынка ценных бумаг»** рассматриваются вопросы обеспечения прозрачности фондового рынка, совершенствования организации внебиржевого рынка корпоративных ценных бумаг, интеграции рынка ценных бумаг Узбекистана в зарубежные рынки капитала и пути их решения.

При значительном количестве позиций по раскрытию информации эмитентами, штрафных санкций за несвоевременное раскрытие информации в законодательстве, значительных затратах времени, трудовых и финансовых ресурсов на подготовку сведений эмитентами для публикации и представления в регулятивный орган, а также реально публикуемых

материалов, сложившуюся систему информирования потенциальных инвесторов можно назвать крайне неэффективной. Раскрываемая в настоящее время эмитентами информация о финансово-хозяйственном положении по форме и срокам неактуальна, и не может повлиять на принятие инвесторами решения о приобретении ценных бумаг, что является одним из главных препятствий на пути развития отечественного фондового рынка. Для обеспечения эффективного раскрытия информации, необходимо кардинально изменить подходы к организации информирования инвесторов, создав систему, действующую по принципу: «не инвестор ищет информацию, а информация находит инвестора», разработать стандарт раскрываемой информации, включающей показатели отчетности в количестве, позволяющем осуществлять элементарный анализ финансового состояния эмитента, обеспечить ежеквартальную оперативность раскрытия информации, и доступность на сайтах уполномоченных регулятивным органом информационных агентств. Концептуальные положения такой системы представлены в работе.

Для стран с переходной экономикой совершенно не приемлема ситуация, когда торговля корпоративными ценными бумагами сконцентрирована исключительно на фондовых биржах, где выставляются крупные пакеты ценных бумаг. Поскольку подавляющая часть держателей ценных бумаг в Узбекистане – это население и предприятия, владеющие небольшими пакетами акций, которые на фондовой бирже продать практически невозможно, в стране необходимо создавать, отлаживать, развивать, доводить до совершенства внебиржевые, в том числе и «неорганизованные» рынки ценных бумаг, доступные для населения, держателей мелких пакетов ценных бумаг.

В целях реанимации рынка корпоративных облигаций предлагается в корне изменить механизм их эмиссии, заложив в него в качестве главных условий - исключение возможности осуществлять новые выпуски до полного погашения и выплаты процентов предыдущих эмиссий, подтверждение достоверности сведений об эмитенте и обеспечении выпуска независимой аудиторской организацией, страхование всей суммы долга и процентов по нему, наличие у руководителя эмитента опыта работы с кредитам.

Интеграция узбекистанского рынка ценных бумаг в зарубежные рынки капиталов должна осуществляться в соответствии со специально разработанной программой, предусматривающей мероприятия по отбору отечественных эмитентов, акции которых могли бы котируются на зарубежных фондовых рынках, государственную поддержку таких компаний, обеспечения внутреннего ликвидного рынка отобранных ценных бумаг, конкретные мероприятия по совершенствованию законодательства, обеспечивающего создание условий для эмиссии и обращения национальных ценных бумаг на рынках ближнего и дальнего зарубежья, адаптацию отечественных стандартов бухгалтерской и финансовой отчетности эмитентов международным требованиям.

3. ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Исследования показали, что в настоящее время в отношении к ценным бумагам преобладают старые стереотипы, при которых ценные бумаги рассматриваются, как отражение действительного капитала, и, следовательно, развитие рынка ценных бумаг в стране, прямо связывается с общим состоянием экономики. По мнению автора, такая недооценка роли рынка ценных бумаг недостаточно обоснована и отражается на развитии национального хозяйства. На современном этапе развития общества, рынок ценных бумаг, при правильной его организации, может стать тем финансовым рычагом, с помощью которого можно в короткие сроки поднять экономику на более высокий уровень.

В законах страны ценные бумаги рассматриваются как документы, несмотря на развивающиеся в мире и в республике, процессы дематериализации. В этой связи, на уровне закона необходимо принять определение ценных бумаг, реально отражающее их сущность.

В условиях либерализации экономики в Узбекистане коренным образом изменилась структура рынка ценных бумаг. Если в 1999 г. наибольший удельный вес в сделках на рынке эмиссионных ценных бумаг занимали сделки по купле-продаже государственных краткосрочных облигаций (93,1 %), сделки с акциями составляли всего 6,8 % общего оборота ценных бумаг, а на сделки с корпоративными облигациями приходилась ничтожно малая доля – 0,1 %, то к 2008 г. удельный вес рынка ГКО в структуре рынка эмиссионных ценных бумаг составил всего 0,3 %, доля рынка облигаций Центрального банка составила 15,5 %, доля рынка ГСКО – 7,6 %. Оборот рынка акций составил в 2007 г. 75,3 %. Таким образом, налицо сокращение доли рынка государственных ценных бумаг в общем объеме фондового рынка.

В течение рассматриваемого периода в структуре рынка акций, хоть и незначительно, преобладал вторичный рынок. В то же время, количественные показатели развития вторичного рынка акций в сравнении с имеющимся потенциалом являются очень низкими.

Исследования показали существенное взаимное влияние корпоративных отношений и рынка ценных бумаг. В связи с этим модель отечественного рынка ценных бумаг необходимо выстраивать в увязке с создаваемой в стране моделью корпоративных отношений.

Серьезными проблемами, сдерживающими развитие отечественного фондового рынка являются отсутствие эффективной системы раскрытия информации эмитентами ценных бумаг, имеющая место территориальная гипертрафированность фондового рынка, с большим сосредоточением его оборота в г. Ташкенте, неэффективное функционирование на рынке ценных бумаг коммерческих банков, несовершенная система государственного регулирования рынка ценных бумаг.

Проведенные исследования выявили большой неиспользуемый потенциал совершенствования механизма функционирования рынка ценных

бумаг в Узбекистане, позволили сформулировать ряд научных выводов, теоретических и практических предложений, заключающихся в следующем.

1. В связи с необходимостью учета экономической составляющей определения сущности ценных бумаг, и набирающими силу в мире процессами дематериализации ценных бумаг, на современном этапе экономического развития ценные бумаги целесообразно определять, как имущественные и связанные с ними неимущественные права в области привлечения, перераспределения и обратной выплаты средств, привлекаемых в виде заемного или акционерного капитала, удостоверяемые в документарной либо в бездокументарной формах.

2. В целях ясного понимания дефиниций различных ценных бумаг, более четкого разграничения отдельных их видов целесообразно в законодательстве применять разработанную автором общую классификацию ценных бумаг, а также классификацию в рамках отдельных их видов, в частности, выделение государственных и негосударственных ценных бумаг, эмиссионных и неэмиссионных и т.д.

3. В связи с различными классификационными признаками и специфическими особенностями различных ценных бумаг, излишне сложно и трудоемко квалифицированное объединение норм законодательства, регулирующих их выпуск в одном документе. Целесообразно в перспективе создание законодательных актов, регулирующих рынки различных ценных бумаг по группам, в которые включались бы ценные бумаги, объединяемые каким-либо общим сущностным признаком, например, эмиссионные ценные бумаги, государственные ценные бумаги, ипотечные ценные бумаги и т.д., либо отдельным их видам (векселя).

4. Одним из возможных способов придания рынку государственных ценных бумаг нового импульса развития является освоение эмиссии государственных ценных бумаг для населения, осуществления мероприятий по восстановлению доверия к ним населения, в частности, принятия законов «О государственных ценных бумагах» и «О муниципальных ценных бумагах», концептуальные положения проектов которых разработаны соискателем.

5. В целях упразднения имеющей место в теории и практике терминологической путаницы, уточнения квалификации институтов, причастных к фондовому рынку, введены в научный оборот понятия *общей и специальной инфраструктуры фондового рынка*, выполняющей соответственно вспомогательные и основные профессиональные функции на рынке ценных бумаг.

6. Для развития вторичного рынка корпоративных эмиссионных ценных бумаг необходимо кардинально сократить долю государства в уставных фондах акционерных обществ, долю госактивов, переданных государством в управление интегрированным корпоративным структурам, внедрить предложенную систему раскрытия информации. Реализация акций, являющихся собственностью государства, в частную собственность с сохранением за государством «золотой акции» на крупных предприятиях

стратегического значения, позволит вывести из состояния обездвиженности крупнейшие пакеты акций, развить их вторичный рынок.

7. В целях финансового оздоровления эмитентов, находящихся в состоянии устойчивой стагнации целесообразно применять схему вывода их из кризисного состояния, при использовании *инструментов рынка ценных бумаг и кредита*, предполагающую привлечение финансовых ресурсов через реализацию объявленных акций с одновременным получением эмитентами налогового беспроцентного кредита.

8. Для активизации деятельности банков на фондовом рынке необходима реструктуризация капитала банков, реализация государственной доли в уставных фондах частным инвесторам, дальнейшая либерализация деятельности банков в качестве инвесторов.

9. Для создания механизма устойчивой биржевой торговли, позволяющего снижать финансовые потери держателей ценных бумаг при резких колебаниях цен на акции, целесообразно применять предложенный автором механизм маркет-мейкинга. В целях увеличения оборотов биржевого рынка, целесообразно снять ограничения по верхним границам цен выставления на торги пакетов акций внелистинговых предприятий.

10. Дальнейшее развитие организации торговли ценными бумагами в регионах республики должно пойти по пути упразднения подразделений Республиканской фондовой биржи и создания крупных торговых домов инвестиционных посредников.

11. В условиях мирового финансового кризиса, для повышения конкурентоспособности, отечественным предприятиям целесообразно в корне изменить дивидендную политику, направляя подавляющую часть прибыли на развитие, поскольку, в противном случае их финансовое положение может быть серьезно подорвано, что, в свою очередь, неблагоприятно отразится на ликвидности акций, состоянии рынка ценных бумаг и экономики в целом.

12. Современный этап развития экономики требует проведения радикальной реформы системы управления фондовым рынком, предполагающей отказ от создания финансового мегарегулятора, поэтапный вывод главного уполномоченного государственного органа по регулированию рынка ценных бумаг из системы исполнительной власти, сохранения разграничения ответственности между регуляторами фондового рынка за состояние отдельных его сегментов.

13. В силу неразвитости института СРО, имеющимся отрицательным зарубежным опытом внедрения профессионального регулирования рынка ценных бумаг, Узбекистану целесообразно ориентироваться на развитие модели регулирования рынка ценных бумаг, предполагающей преобладающее участие в таком регулировании преимущественно государственных органов и передачу лишь небольшой части полномочий саморегулируемым организациям.

14. На законодательном уровне необходимо принять разработанные автором концептуальные положения государственного регулирования рынка

ценных бумаг Узбекистана, включающие определение принципов государственной политики на рынке ценных бумаг, государственного регулирования рынка ценных бумаг, формирования нормативно-правовой базы в этой сфере, макроэкономических задач применительно к фондовому рынку, ответственность государственных органов за состояние различных сегментов рынка ценных бумаг, целей государственной политики на отечественном фондовом рынке, что обеспечит эффективное противостояние влиянию на отечественный фондовый рынок мировых финансовых кризисов.

15. Разработанная и внедренная автором методика «Аудит операций с ценными бумагами», позволяет значительно снизить выявляемые регулятивным органом нарушения законодательства о рынке ценных у отечественных эмитентов ценных бумаг. Целесообразно применение ее в республике на уровне государственного стандарта аудита. Необходимо скорейшее признание профессиональным аудиторским сообществом аудита операций с ценными бумагами, как одного из направлений аудита вообще.

16. Для придания развитию региональных рынков ценных бумаг большей значимости целесообразно ввести в практику разработку и принятие в областях региональных Программ развития рынка ценных бумаг, в которых должны предусматриваться прогнозы выпуска ценных бумаг в обращение, разработка конкретных мероприятий по повышению уровня финансовой грамотности населения, создание инвестиционных институтов и т.п.

17. В целях обеспечения эффективного раскрытия информации, необходимо создать систему, действующую по принципу: «не инвестор ищет информацию, а информация находит инвестора», предполагающую наличие стандарта раскрываемой информации, и раскрытие ее на сайтах, уполномоченных регулятивным органом информационных агентств. Концептуальные положения такой системы представлены в работе.

18. Для стран с переходной экономикой, создающих свои рынки ценных бумаг не применимы положения о необходимости концентрации торгов исключительно на фондовых биржах. В Узбекистане, где преобладающая часть акционеров является держателями мелких пакетов ценных бумаг, целесообразно создавать, отлаживать и развивать механизмы внебиржевых рынков ценных бумаг, в том числе и неорганизованных.

19. Генеральным направлением вывода отечественных акций на зарубежные фондовые рынки должны стать РДР. В работе предложен механизм выпуска узбекистанских депозитарных расписок.

Сформулированные по результатам исследования, предложения и рекомендации дают ключ к реализации поставленных в диссертации задач, принятие предложений и рекомендаций, внедрение в практику разработок, позволят вывести отечественный фондовый рынок на новую, более высокую степень развития.

4. СПИСОК ОПУБЛИКОВАННЫХ РАБОТ

1. Монографии и статьи в научных журналах

1. Чжен В., Бутиков И. Все об акциях. Монография. Ташкент: ИРИЦ, 1995. – 104 с.
2. Victor Chjen, Igor Butikov. Listing of foreign investment opportunities in the Republic of Uzbekistan. – Uzbekistan, 1999. – 291 p.
3. Бутиков И.Л. Қимматли қоғозлар бозори. Дарслик. – Ташкент: Консаудитинформ, 2001. – 496 б.
4. Бутиков И.Л. Рынок ценных бумаг. Учебник. – Ташкент: Консаудитинформ, 2001. – 472 с.
5. Бутиков И.Л. Рынок ценных бумаг Узбекистана: проблемы формирования и развития. Монография. Ташкент: KONSAUDITINFORM-NASHR, 2008. – 224 с.
6. Бутиков И.Л. Ценные бумаги // Жизнь и экономика. - Ташкент, 1991. - № 7. – С. 51-54.
7. Бутиков И.Л. Фондовый рынок: вопросы формирования // Экономика и статистика. – Ташкент, 1994. - № 8-9. – С. 22-24.
8. Бутиков И.Л. Фондовый рынок – важнейшее приоритетное направление углубления экономических реформ в 1997 году // Обзор финансового рынка Узбекистана. – Ташкент, 1997. - № 1. – С. 3-4.
9. Бутиков И.Л. Единая электронная система информирования инвесторов – новый этап в развитии фондового рынка Узбекистана // Информационный бюллетень Агентства «Консаудитинформ». – Ташкент, 1998. - № 1. – С. 4-5.
10. Бутиков И.Л. Рынок ценных бумаг и аудит // Информационный бюллетень Агентства «Консаудитинформ». – Ташкент, 1998. - № 8. – С. 3-7.
11. Бутиков И.Л. Вопросы развития аудита в Узбекистане // Экономическое обозрение. – Ташкент, 1999. - № 2. – С. 37-41.
12. Бутиков И.Л. Кузница кадров для фондового рынка // Рынок ценных бумаг. – Ташкент, 2001. - № 1. – С. 2-3.
13. Бутиков И.Л. О необходимости совершенствования понятийного аппарата и специальных терминов, применяемых в налоговом законодательстве // Обзор финансового рынка Узбекистана. – Ташкент, 2001. - № 4. – С. 2-3.
14. Бутиков И.Л. Акционерное общество как приоритетная форма организации предприятий при разгосударствлении и приватизации // Рынок ценных бумаг. – Ташкент, 2001. - № 11. – С. 2-4.
15. Бутиков И.Л., Айдинова М. Ответственность и контроль в системе органов управления корпорации // Экономика и класс собственников. – Ташкент, 2002. - № 3. – С. 28-30.
16. Бутиков И.Л., Хряков В. К вопросу о повышении эффективности деятельности наблюдательного совета общества // Экономика и класс собственников. – Ташкент, 2002. - № 4. – С. 11-15.

17. Бутиков И.Л. Рынок ценных бумаг и корпоративное управление // Рынок ценных бумаг. – Ташкент, 2002. - № 6. – С. 6-9.
18. Бутиков И.Л. О сущности ценных бумаг как экономической категории // Экономика и класс собственников. – Ташкент, 2003. - № 4. - С. 47-51.
19. Бутиков И.Л., Хакимджанов С. К вопросу об интеграции отечественного рынка ценных бумаг в международный рынок капитала // Рынок ценных бумаг. – Ташкент, 2003. – № 3. – С. 2-4.
20. Бутиков И.Л. Формирование конкурентоспособного фондового рынка: проблемы и перспективы // Рынок ценных бумаг. – Ташкент, 2003. - № 5. – С. 5-25.
21. Бутиков И.Л. Корпоративные облигации – новый инструмент фондового рынка // Рынок ценных бумаг и биржевое дело. – Ташкент, 2003. - № 12. – С. 3-6.
22. Бутиков И.Л. Ценные бумаги – через призму классификатора // Экономика и класс собственников. – Ташкент, 2004. - № 1. – С. 33-39.
23. Бутиков И.Л. Организационные вопросы и зарубежный опыт государственного регулирования рынка ценных бумаг // Экономика и класс собственников. – Ташкент, 2004. - № 2. – С. 2-8.
24. Бутиков И.Л. К вопросу о дивидендной политике приватизированных предприятий, имеющих в уставном фонде государственную долю // Экономика и класс собственников. – Ташкент, 2004. - № 3. – С. 18-20.
25. Бутиков И.Л. Важный шаг на пути реформ // Хозяйство и право. – Ташкент, 2004. - № 2. – С. 8-12.
26. Бутиков И.Л., Веренин С.И. Ценные бумаги и кредит как инструменты постприватизационной поддержки предприятий // Рынок, деньги и кредит. – Ташкент, 2005. - № 10. – С. 5-11.
27. Бутиков И.Л. Проблемы формирования нормативно-правовой базы функционирования рынка ценных бумаг // Вестник Высшего хозяйственного суда Республики Узбекистан. – Ташкент, 2006. – № 1. – С. 63-66.
28. Бутиков И.Л. «Свет» и «тени» рынка ценных бумаг // Экономическое обозрение. – Ташкент, 2006. - № 3. – С. 38-40.
29. Бутиков И.Л. Корпоративное управление и рынок ценных бумаг // Журнал налогоплательщика. – Ташкент, 2007. - № 3. – С. 34-35.
30. Бутиков И.Л. Рынок ценных бумаг Узбекистана в условиях кризиса мировой финансовой системы // Рынок, деньги и кредит. – Ташкент, 2009. - № 1. – С. 51-53.
31. Бутиков И.Л. Банки на рынке ценных бумаг Республики Узбекистан // Деньги и кредит. – Москва, 2009. - № 2. – С.72-75.
32. Бутиков И.Л., Нуритдинов С.З. Аудит операций с ценными бумагами // Журнал налогоплательщика. – Ташкент, 2009. - № 5. – С.41-42.
34. Бутиков И.Л. Проблемы формирования вторичного рынка акций в Узбекистане и пути их решения // Экономика и финансы. – Москва, 2009. - № 1. – С. 32-34.

35. Бутиков И.Л. Институциональное развитие рынка ценных бумаг в Узбекистане // Экономика и финансы. – Москва. 2009. – № 4. – С. 24-26.

2. Авторские свидетельства и патенты на изобретения

36. Суло С.А., Смирнов В.В., Бутиков И.Л. Программный комплекс «Фондовая биржа». Свидетельство об официальной регистрации программы для ЭВМ. Зарегистрировано в Государственном реестре программ для ЭВМ 19 марта 1996 г. за № 23 Государственным патентным ведомством Государственного комитета Республики Узбекистан по науке и технике.

37. Бутиков И.Л., Намазов О.Ш., Фаттахова Ж.А., Талипов К.Ф. Работа «Обзор финансового рынка Узбекистана». Регистрационное удостоверение Узбекского республиканского государственного агентства по авторским правам от 30 января 1997 г. за № 8.

3. Статьи в сборниках научных трудов и материалах конференций

38. Бутиков И.Л. Эволюция государственного регулирования рынка ценных бумаг США // Акционирование и формирование рынка ценных бумаг Узбекистана. Тез. докл. Республиканского научно-практического семинара 22-23 декабря 1995 г. – Ташкент, 1995 г. – С. 40-44.

39. Бутиков И.Л. Проблемы формирования рынка ценных бумаг в Узбекистане // Макроэкономические проблемы переходного периода в Узбекистане: проблемные исследования в экономике / Под ред. Ф.М. Муллажанова, М.Б. Нормурадова и др. – Ташкент, 1998. – С. 184-196.

40. Бутиков И.Л. Формирование рынка ценных бумаг в Узбекистане // Институциональные основы формирования многоукладной экономики / Под общ. ред. И.Л. Бутикова. – Ташкент: Консаудитинформ, 2002. – С. 75-109.

41. Бутиков И.Л. Корпоративное управление и рынок ценных бумаг // Рыночные преобразования и развитие предпринимательства / Под ред. И.Л. Бутикова, Б.Б. Беркинова, Р.И. Яушева. – Ташкент: Консаудитинформ, 2002. – С. 69-81.

42. Бутиков И.Л. О конкурентоспособности // Проблемы и перспективы конкурентоспособности национальной экономики. Тез. докл. Республиканского научного семинара 17 декабря 2002 г. – Ташкент, 2003. – С. 24-30.

43. Бутиков И.Л. Формирование конкурентоспособного фондового рынка Узбекистана: проблемы и перспективы. Основной доклад // Проблемы и перспективы конкурентоспособности национальной экономики. Тез. докл. Республиканского научного семинара 24 апреля 2003 г. – Ташкент, 2004. – С. 49-103.

44. Igor Butikov. Securities Market in emergency market economy // KOICA, Korea International, Cooperation Agency, Workshop on Securities & Custody Settlement System for Uzbekistan Officials. – Seoul Korea, 2003. – С. 34-46.

45. Бутиков И.Л. Проблемы становления и развития рынка ценных бумаг в Узбекистане // Государственное регулирование в условиях перехода к рынку: опыт России и Узбекистана / Под общ. ред. Л.И. Абалкина – Москва, 2003. – С. 310-328.

46. Бутиков И.Л. Формирование рынка корпоративных ценных бумаг // Корпоративное управление в Узбекистане: формирование и развитие в условиях демополизации. – Ташкент, 2004. – С. 145-153.

47. Бутиков И.Л. Приватизация и формирование многоукладной экономики в Узбекистане // Социально-экономическая трансформация в странах СНГ: достижения и проблемы. Материалы Междунар. конф. – Москва: Издательство Института экономики переходного периода АНХ Российской Федерации, 2004. – С. 228-256.

48. Бутиков И.Л. Рынок ценных бумаг: введение в практику правового регулирования // Корпоративная адвокатура. Курс лекций для специализированной учебной сессии. – Ташкент: Консаудитинформ-Нашр, 2004. – С. 145-170.

49. Бутиков И.Л. К вопросу о сущности ценных бумаг // Проблемы повышения эффективности финансово-кредитных механизмов. Тез. докл. Международной научно-практической конференции 25 мая 2004 г. – Ташкент, 2004. – С. 118-121.

50. Бутиков И.Л. О конкурентоспособности на рынке ценных бумаг // Проблемы углубления реформирования в банковской и финансовых системах Республики Узбекистан. Тез. докл. Междунар. научно-практ. конф. 15 июня 2005 г. – Ташкент, 2005. – С. 201-205.

51. Igor Butikov. Verantwortung und Kontrolle im System Der Unternehmensführung (Beispiel Uzbekistan) // Alex Sell/Alexander N. Krylov (Hrsg.) Corporate Governance. Peter Lang GmbH. Europaischer Verlag der Wissenschaften. Frankfurt am Main 2006. Alle Rechte vorbehalten. – S. 379-385.

52. Бутиков И.Л. Рынок облигаций – как важнейший сегмент фондового рынка Узбекистана // Сборник выступлений Облигационного конгресса стран СНГ и Балтии 29-30 июня 2006 г. – Рига, 2006. - С.132-141.

53. Бутиков И.Л. Ўзбекистонда рақобатбардош қимматли қоғозлар бозорини шакллантириш ва ривожлантириш муаммолари // Ўзбекистон иқтисодининг рақобатбардошлигини шириш муаммолари: назария ва амалиёт. – Ташкент: Консаудитинформ – Нашр, 2006. – С. 282-302.

54. Бутиков И.Л. Законодательная база рынка ценных бумаг – как важное условие модернизации национальной экономики // Модернизация национальной экономики Узбекистана: проблемы, приоритеты, пути решения. Тез. докл. Научно-практической конференции 24 апреля 2007 г. – Ташкент, 2007. – С. 24-27.

55. Бутиков И.Л. Интеграция отечественного рынка ценных бумаг в зарубежные рынки капитала // Ўзбекистон иқтисодига хорижий инвестициялар ҳамда трасмиллий корпорацияларни жалб қилиш муаммолари мавзудаги республика илмий-амалий анжумани тезислар туплама (2007 й 8 июн). - Тошкент: ТДИУ, 2007. – С. 13-15.

Иқтисод фанлари доктори илмий даражасига талабгор Бутиков Игорь Леонидовичнинг 08.00.07 – «Молия, пул муомаласи ва кредит» ихтисослиги бўйича “Ўзбекистонда қимматли қоғозлар бозори шаклланиши ва фаолият кўрсатишининг муаммолари” мавзусидаги диссертациясининг РЕЗЮМЕСИ

Таянч сўзлар: қимматли қоғозлар, акциялар бозори, облигациялар, газначилик мажбуриятлари, депозит сертификатлари, векселлар, эмиссия, қимматли қоғозлар муомаласи, фонд биржаси, дивидендлар, эмитентлар, инвесторлар.

Тадқиқот объектлари: Ўзбекистонда фаолият кўрсатаётган қимматли қоғозлар бозори.

Ишнинг мақсади: Ўзбекистонда қимматли қоғозлар бозорининг фаолият кўрсатиш механизмини такомиллаштириш бўйича илмий таклиф ва амалий тавсиялар ишлаб чиқишдан иборат.

Тадқиқот методлари: қиёсий, кўп омили таҳлил, таснифлаш ва статистик гуруҳлаш, индукция, дедукция, синтез, таҳлил, умумлаштириш.

Олинган натижалар ва уларнинг янгилиги: қимматли қоғозлар, фонд бозорининг ижтимоий-иқтисодий трансформация шароитларидаги моҳиятининг муаллифлик таърифи келтирилган; фонд бозорининг турли сегментларини фаоллаштириш йўллари, унинг иштирокчилари фаолияти самарадорлигини ошириш бўйича тавсиялар берилган; давлатнинг дивиденд сиёсати тамойиллари, Ўзбекистон қимматли қоғозлар бозорини давлат томонидан тартибга солишнинг концептуал қоидалари таклиф этилган ҳамда эмитентлар томонидан ахборотни ошкор қилишининг янги, самарали тизимини яратиш бўйича тавсиялар берилган; илк бор Ўзбекистон қимматли қоғозлар бозорининг шаклланиши ва фаолият кўрсатишининг назарий ва амалий асослари комплекс, тизимли равишда таҳлил қилинган.

Амалий аҳамияти: тадқиқот натижалари давлат ҳокимияти ва бошқарув органлари томонидан қимматли қоғозлар бозорини тартибга солиш бўйича норматив-ҳуқуқий ҳужжатларни ишлаб чиқиш ҳамда ички ҳужжатлари шакллантирилишида, таълим муассасалари томонидан қимматли қоғозлар бозори мутахассисларини тайёрлашда фойдаланилиши мумкин.

Татбиқ этиш даражаси ва иқтисодий самарадорлиги: тадқиқот натижалари Ўзбекистон Республикаси Давлат мулки қўмитаси, ҚҚБФМНҚМ, “Тошкент” Республика фонд биржаси, “Консаудитинформ” агентлиги томонидан жорий этилган ва фойдаланилмоқда, шунингдек, мамлакат олий ўқув юртлари ва ўқув марказларида “Ўзбекистон қимматли қоғозлар бозорининг таркибий тузилиши ва фаолият кўрсатиш механизми”, “Қимматли қоғозлар бозори: назарий ва амалий асослари” курслари бўйича таълим беришда фойдаланилмоқда.

Қўлланиш соҳаси: Ўзбекистон Республикаси Олий Мажлиси, Ўзбекистон Республикаси Давлат мулки қўмитаси, фонд бозори иштирокчилари, олий ўқув юртлари, ўқув марказлари.

РЕЗЮМЕ

диссертации Бутикова Игоря Леонидовича на тему: «Проблемы формирования и функционирования рынка ценных бумаг в Узбекистане», представленной на соискание ученой степени доктора экономических наук по специальности 08.00.07 – «Финансы, денежное обращение и кредит»

Ключевые слова: ценные бумаги, рынок акций, облигации, казначейские обязательства, депозитные сертификаты, векселя, эмиссия, обращение ценных бумаг, фондовая биржа, дивиденды, эмитенты, инвесторы.

Объекты исследования: функционирующий рынок ценных бумаг Узбекистана.

Цель работы: разработка научных предложений и практических рекомендаций по совершенствованию механизма функционирования рынка ценных бумаг Узбекистана.

Методы исследования: сравнительный, многофакторный анализ, классификации и статистические группировки, индукция, дедукция, синтез, логический анализ теоретического и практического материала, обобщение.

Полученные результаты и их новизна: даны авторское определение сущности ценных бумаг, фондового рынка в условиях социально-экономической трансформации; предложены пути активизации различных сегментов фондового рынка, рекомендации по повышению эффективности функционирования его участников; сформулирован принцип государственной дивидендной политики, концептуальные положения государственного регулирования рынка ценных бумаг Узбекистана, создания новой, эффективной системы раскрытия информации эмитентами; впервые осуществлен комплексный, системный анализ теоретических и практических основ формирования и функционирования рынка ценных бумаг Узбекистана.

Практическая значимость: результаты работы могут быть использованы органами государственной власти и управления при разработке нормативно-правовых актов по регулированию рынка ценных бумаг и формировании внутренних документов, образовательными учреждениями при подготовке специалистов рынка ценных бумаг.

Степень внедрения и экономическая эффективность: результаты работы внедрены и используются Госкомимуществом Республики Узбекистан, ЦКК ФРЦБ, Республиканской фондовой биржей «Тошкент», Агентством «Консаудитинформ», и в процессе преподавания курсов «Структура и механизм функционирования рынка ценных бумаг Узбекистана», «Рынок ценных бумаг: теоретические и практические основы» в высших учебных заведениях и учебных центрах.

Область применения: Олий Мажлис Республики Узбекистан, Госкомимущество Республики Узбекистан, участники фондового рынка, высшие учебные заведения, учебные центры.

RESUME

Thesis of Butikov Igor Leonidovich on the scientific degree competition of the doctor of sciences in economics on speciality 08.00.07 – «Finances, Monetary Circulation and Credit», subject: “Problems of Formation and Functioning of the Securities Market in Uzbekistan”

Key Words: Securities, Stocks Market, Bonds, Treasury Bonds, Certificates of Deposit, Promissory Notes, Issue, Circulation of Securities, Stock Exchange, Dividends, Issuers, Investors.

Subjects of research: operating Securities Market of Uzbekistan.

Purpose of work: study of scientific suggestions and practical recommendations on improvement of mechanisms for the Securities Market's operation in Uzbekistan.

Methods of research: comparative and multiple-factor analysis, classifications and statistical groupings, induction, deduction, synthesis, logical analysis over theoretical and practical materials, generalization.

The results obtained and their novelty: principally new definition of the Securities' essence, Stock Market's essence in the environment of social-economic transformation have been determined; ways for activation of various segments of Securities Market, recommendations on enhancing the effectiveness of its participants' functioning have been suggested; principle of the State Dividend Politics, conceptual provisions for State Regulation of Securities Market in Uzbekistan, creation of a new effective system of Information Divulgence by Issuers have been formulated, a first time within its framework, complex and systematic analysis over theoretical and practical fundamentals related to formation and operation of the Uzbekistan's Security Market have been performed.

Practical value: results of the Research may be used by: Legislative and Executive Power Bodies in process of elaboration of legal acts concerning regulation of the Securities Market; educational institutions in process of training specialists of Securities Market.

Degree of embed economic effectivity: the Work's results are being applied and used in process of practical job performed by the State Property Committee, Center for Coordination and Control over Functioning of the Security Market, “Toshkent” Republican Stock Exchange, “ConsAuditInform” Agency, and for process training courses: “Structure and mechanisms for the Securities Market's operation in Uzbekistan”, “Security Market: theoretical and practical basis” in the higher educational institutions and training centers.

Field of application: Oliy Mazhlis of the Republic of Uzbekistan, the State Property Committee of the Republic of Uzbekistan, participants of Securities Market, higher educational institutions and training centers.

Издательство «Консаудитинформ – Нашр»

Подписано в печать 10.04.09 г. Формат 60x90 ¹/₁₆
Гарнитура Times New Roman. Усл.-п.л. 2,5. Тираж 120 экз.
Отпечатано в ООО «Консаудитинформ-Нашр»
г. Ташкент, ул. Бухоро, 6.