

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

ТОШКЕНТ ДАВЛАТ ИҚТИСОДИЁТ УНИВЕРСИТЕТИ

АХМЕДОВ АКБАРАЛИ СУЛТОНМУРОДОВИЧ

**ТИЖОРАТ БАНКЛАРИ АКТИВЛАРИНИ СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯЛАШ
АМАЛИЁТИНИ РИВОЖЛАНТИРИШ ЙЎЛЛАРИ**

08.00.07 - Молия, пул муомаласи ва кредит

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

Тошкент – 2020

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

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

**Contents of Dissertation abstract of the Doctor of Philosophy (PhD)
on Economical Sciences**

Ахмедов Акбарали Султонмуродович Тижорат банклари активларини секьюритизациялаш амалиётини ривожлантириш йўллари.....	3
Ахмедов Акбарали Султонмуродович Пути развития практики секьюритизации активов коммерческих банков.....	27
Akhmedov Akbarali Sultonmurodovich The ways of development bank asset securitization practice.....	51
Эълон қилинган ишлар рўйхати.....	55
Список опубликованных работ List of published works	

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

ТОШКЕНТ ДАВЛАТ ИҚТИСОДИЁТ УНИВЕРСИТЕТИ

АХМЕДОВ АКБАРАЛИ СУЛТОНМУРОДОВИЧ

**ТИЖОРАТ БАНКЛАРИ АКТИВЛАРИНИ СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯЛАШ
АМАЛИЁТИНИ РИВОЖЛАНТИРИШ ЙЎЛЛАРИ**

08.00.07 - Молия, пул муомаласи ва кредит

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

Тошкент – 2020

**Фалсафа доктори (PhD) диссертацияси мавзуси Ўзбекистон Республикаси
Вазирлар Маҳкамаси ҳузуридаги Олий аттестация комиссиясида
30.12.2019/В2019.4.PhD/Iqt154 рақам билан рўйхатга олинган.**

Диссертация Тошкент давлат иқтисодиёт университетида бажарилган.

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

Илмий раҳбар:

Каримов Норбой Ғаниевич
иқтисодиёт фанлари доктори, профессор

Расмий оппонентлар:

Тошмуродова Бувсара Эгамовна
иқтисодиёт фанлари доктори, профессор

Каралиев Шербек Тўрабоевич
иқтисодиёт фанлари номзоди, доцент

Етакчи ташкилот:

Ўзбекистон Республикаси Банк-молия академияси

Диссертация ҳимояси Тошкент давлат иқтисодиёт университети ҳузуридаги илмий даражалар берувчи DSc.03/10.12.2019.I.16.01 рақамли илмий кенгашнинг 2020 йил «___» _____ соат ___ даги мажлисида бўлиб ўтади. Манзил: 100003, Тошкент шаҳри, Ислон Каримов кўчаси, 49-уй, Тел.: (71) 239-28-72, Факс: (71) 239-43-51; e-mail: tdiu@tdiu.uz.

Диссертация билан Тошкент давлат иқтисодиёт университети Ахборот-ресурс марказида танишиш мумкин (___ рақам билан рўйхатга олинган). Манзил: 100003, Тошкент шаҳри, Ислон Каримов кўчаси, 49-уй, Тел.: (71) 239-28-72, Факс: (71) 239-43-51; e-mail: tdiu@tdiu.uz.

Диссертация автореферати 2020 йил «___» _____ куни тарқатилди.
(2020 йил «___» _____ даги ___ рақамли реестр баённомаси).

Н.Х. Жумаев

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

У.В. Ғафуров

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

С.К. Худойқулов

Илмий даражалар берувчи илмий кенгаш қошидаги илмий семинар раиси, и.ф.д., доцент

КИРИШ (фалсафа доктори (PhD) диссертацияси аннотацияси)

Диссертация мавзусининг долзарблиги ва зарурати. Яқин ўтмишда юз берган глобал молиявий инқироз халқаро молия бозорларида секьюритизациялашган воситаларга бўлган инвестицион талаб ҳажмининг кескин қисқаришига сабаб бўлди. Аммо, сўнгги йилларда ривожланган мамлакатлар иқтисодиёти ва молия тизимининг инқирозли жараёнлар таъсиридан муваффақиятли ўтиши ўз навбатида, активларни секьюритизациялашни такомиллаштириш доирасида янги турдаги секьюритизациялаш воситалари эмиссиясининг йўлга қўйилиши мазкур амалиётни қайта фаоллашувига имконият яратди. Хусусан, «2018 йилнинг биринчи ярмида хорижий мамлакатлар томонидан секьюритизациялаш доирасида амалга оширилган жами бирламчи эмиссиялар ҳажми 2017 йилнинг мос даврига нисбатан 11,2 фоизга ошгани ҳолда, 1 трлн. 50 млрд. АҚШ долл.ни ташкил этди»¹. Шу ўринда алоҳида таъкидлаш жоизки, бугунги кунда секьюритизациялашган битимларда халқаро молия-кредит институтлари томонидан қўлланилаётган инновацион операция ва амалларнинг мамлакатлар молия тизимида тўлиқ жорий этилмаганлиги мазкур соҳани такомиллаштиришнинг халқаро даражадаги зарурати ва долзарблигини янада оширмоқда.

Бугунги кунда халқаро миқёсда тижорат банклари активларини секьюритизациялаш шакллари ва усуллари ишлаб чиқиш ва такомиллаштириш бўйича – глобал секьюритизациялашган активлар бозори фаолияти ва уларнинг ўзига хос хусусиятларини тадқиқ этиш; ривожланган мамлакатларда активларни секьюритизациялашнинг замонавий дериватив турларини ўрганиш ва уларнинг самарадорлигини аниқлаш; ипотека билан таъминланган активларни секьюритизациялашнинг жаҳон молиявий-иқтисодий инқирозини келтириб чиқаришдаги таъсирини баҳолаш ва бу жараёнда инқирозга сабаб бўлган заиф жиҳатларни аниқлаш; активларни секьюритизациялаш амалиётини ривожлантиришни нафақат АҚШ, Буюк Британия, Франция, Голландия, Германия, Испания, Италия, Австрия, Япония ва Канада каби ривожланган мамлакатлар доирасида, балки молия бозорлари эндигина ривожланаётган мамлакатлар миқёсида ҳам тадқиқ этиш каби устувор йўналишларда илмий-тадқиқот ишлари олиб борилмоқда.

Ўзбекистон Республикасида «банк ва молия тизимида ислохотларни жадал давом эттириш, соҳага замонавий бозор механизмларини кенг жорий этиш зарур»² эканлиги муҳим вазифалардан бири сифатида белгилаб берилган. Ҳозирда тижорат банкларида активларни секьюритизациялаш амалиётидан фойдаланилмаслиги соҳага оид қатор, жумладан, мамлакатда қимматли қоғозлар бозорининг ривожланмаганлиги ва бу бозорнинг ҳозирда молиявий ресурсларни тақсимлаш ва қайта тақсимлаш функциясини бажара

¹ James M., Schopflocher T.. Global Securitization On Pace For \$1 Trillion In 2018. «Standard and Poor's Global Ratings» / GLOBAL STRUCTURED FINANCE RESEARCH. July 24, 2018.

² Ўзбекистон Республикаси Президенти Шавкат Мирзиёевнинг Олий Мажлисга Мурожаатномаси. 2018 йил 28 декабрь. – www.uza.uz

олмаётганлиги; молия бозорида институционал инвесторлар фаолиятининг суст йўлга қўйилганлиги, шунингдек, қимматли қоғозлар бозорида уларнинг умуман иштирок этмаслиги; активларни секьюритизациялаш бўйича меъёрий-ҳуқуқий ҳужжатларнинг деярли йўқлиги ва бу фаолиятни рағбатлантириш механизмнинг ишлаб чиқилмаганлиги; активларни секьюритизациялаш ҳисобига муомалага чиқарилган қимматли қоғозларни ички ва ташқи молия бозорларида жойлаштириш имкониятининг ўта пастлиги; молия бозори инфратузилмасининг етарли даражада ривожланмаганлиги, хусусан инвестицион воситачилар институтининг шаклланмаганлиги каби муаммоларнинг мавжудлиги билан изоҳланади. Келтирилган бу каби муаммо ва камчиликлар активларни секьюритизациялашнинг назарий-ҳуқуқий асосларини шакллантириш ва амалий жиҳатларини ривожлантириш бўйича аниқ мақсадга йўналтирилган илмий тадқиқотлар олиб бориш заруратини кун тартибига қўяди, бу эса тадқиқот ишининг долзарблигини белгилайди.

Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2015 йил 6 майдаги ПҚ-2344-сон «Тижорат банкларининг молиявий барқарорлигини янада ошириш ва уларнинг ресурс базасини ривожлантириш чора-тадбирлари тўғрисида», 2017 йил 7 февралдаги ПФ-4977-сон «Ўзбекистон Республикасини янада ривожлантириш бўйича Ҳаракатлар стратегияси тўғрисида»ги фармонлари, 2017 йил 12 сентябрдаги ПҚ-3270-сон «Республика банк тизимини янада ривожлантириш ва барқарорлигини ошириш чора-тадбирлари тўғрисида»ги қарори ва мазкур соҳага тегишли бошқа меъёрий ҳужжатларда белгиланган вазифаларни амалга оширишга мазкур диссертация тадқиқоти муайян даражада хизмат қилади.

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

Муаммонинг ўрганганлик даражаси. Тижорат банклари активларини секьюритизациялаш жараёнининг концептуал асослари, унинг функциялари, шакл ва тамойиллари Л.Шварц, Ҳ.Перис, Е.Хартвуд, Ж.Гилл, А.Андреас, Ж.Барт, Тонг Ли, С.Малаянди, Д.МакКартий, Л.Крапченко, Ж.Патти, Х.Бэр, П.Роуз, Ф.Фабощи каби хорижлик иқтисодчи олим ва мутахассисларнинг илмий ишларида тадқиқ этилган³.

³ Schwarcz L. The Alchemy of Asset Securitization: Stanford Journal of Law, Business & Finance (2004). P.136.; Peris H., Hartwood E. 2011 capital access index securitization in financing economic activities/Sangeetha Malaiyandi, Donald McCarthy, Triphon Phumiwasana and Glenn Yago. –New York: Milken Institute, 2011. –P. 65.; James Gill. Why Does Securitization Exist? – scientific article (on-line journal). p. 4.; Andreas (Andy) Jobst. What is structured finance? / Andreas Jobst // BIS Review. – 2011.- №20.-P.17.; James, R. Barth. Tong Li, Sangeetha Malaiyandi, Donald McCarthy: 2013 capital access index securitization in financing economic activities; Khrapchenko Lyudmilla (Alfa-Bank), Jimm Patti (Brown, Rowe&Maw LLP) “Alfa-Bank’s DRP Securitization”; Бэр Х.П. Секьюритизация активов: секьюритизация финансовых активов – инновационная техника финансирования банков / Пер. с нем. Ю.А.Алексеева., О.М.Иванова. М.: Волтере Клувер, 2009.; Роуз П. Банковский менеджмент – пер. с англ. – М.: Дело; 1997. – С. 709.; Фабощи Ф.Д. «Рынок облигаций: Анализ и стратегии» Фрэнк Дж.Фабощи; Пер. с англ. – М.: Альпина Бизнес.

Секьюритизациялашнинг тартиблаган битимларини эмпирик баҳолаш ва моделлаштириш бўйича тадқиқотлар МДХ иқтисодчи олимларидан Н.Александрова, В.Усоскин, А.Рачкевич, И.Алексеева, М.Суханов ва М.Тяжловларнинг илмий ишларида ўз ифодасини топган⁴.

Активларни секьюритизациялаш амалиётининг айрим жиҳатлари И.Бутиков, Н.Жумаев, Д.Ғозибеков, Н.Каримов, М.Ташходжаев, В.Котов, А.Ли, Х.Ақромов, Н.Хусанов, У.Халиқов, Л.Мурадова ва М.Мўминова каби ўзбекистонлик иқтисодчи олимлар томонидан тадқиқ этилган⁵.

Шу ўринда, бугунгача мамлакатимизда банк активларини секьюритизациялаш бўйича алоҳида мустақил тадқиқот иши бажарилмаганлигини таъкидлаш зарур. Юқорида номлари келтирилган олимлар томонидан тижорат банклари активларини секьюритизациялашнинг айрим жиҳатларини тадқиқ этиш юзасидан олиб борилган тадқиқотларнинг фақатгина илмий-назарий доирада чегараланиб қолганлиги мазкур амалиётни эмпирик таҳлил қилиш асосида бу борадаги мавжуд муаммоларни ҳал этиш имконини бермайди. Бу эса, секьюритизациялашган битимларнинг усуллари, услублари ва воситаларини такомиллаштириш бўйича илмий асосланган ва амалий натижадорликда ўз ифодасини топган таклиф ва тавсияларни ишлаб чиқиш заруратини юзага келтиради.

Тадқиқотнинг диссертация бажарилган олий таълим муассасасининг илмий-тадқиқот ишлари режалари билан боғлиқлиги. Диссертация тадқиқоти Тошкент давлат иқтисодиёт университети илмий-тадқиқот ишлари режасига киритилган ҳамда 2017-2021 йилларга мўлжалланган ФМ-5. «Ўзбекистонда банк-молия тизимини ривожлантиришнинг концептуал йўналишлари ва истиқболлари» мавзусидаги илмий тадқиқот йўналиши доирасида бажарилган.

⁴ Александрова Н.В. Понятие и виды секьюритизации // Финансы и кредит. 2007. № 5.; Усоскин В. Современный коммерческий банк: управление и операции. М.: 2010. –С.292.; Рачкевич А.Ю., Алексеева И.А. Секьюритизация: характерные признаки и определение // Деньги и кредит. 2008. № 8.; Суханов М.С. Все что нужно знать о секьюритизации активов банками / Суханов М.С., Богданов А.Е. // Бухгалтерия и банки. 2012. - № 10. – С. 31-34.; Тяжлов М.Г. Практический опыт секьюритизации кредитов в РФ. – материалы Клуба банковских аналитиков. Секция Банковские инновации, 2012.

⁵ Бутиков И.Л. Рынок ценных бумаг Узбекистана: проблемы формирования и развития. – Ташкент: Консадитинформ, 2008.; Жумаев Н.Х. Ўзбекистонда валюта муносабатларини тартибга солиш методологиясини такомиллаштириш: и.ф.д. илмий даражасини олиш учун ёзилган диссертация автореферати. – Тошкент, 2008. – 37 б.; Ғозибеков Д.Ғ. Инвестицияларни молиялаштириш муаммолари. и.ф.д. илмий даражасини олиш учун ёзилган диссертация автореферати –Т., 2002. –41б.; Каримов Н.Ғ., Ташходжаев М.М. Prospects of development of securitization of banking assets in Uzbekistan. / Austrian Journal of Humanities and Social Sciences № 9–10. 2016. September–October. –р. 72.; Котов В.А. Организация рынка ценных бумаг. – Т.: Молия, 2007. – 23 с.; Ли А.А. Международный опыт развития муниципальных ценных бумаг и его применение в условиях Узбекистана: автореферат дисс... к.э.н. – Ташкент, 2002. – 20 с.; Ақромов Х.М. Ўзбекистон Республикаси қимматли қоғозлар бозорининг ривожланишига макроиқтисодий сиёсатнинг таъсири: и.ф.н. илмий даражасини олиш учун ёзилган диссертация автореферати. – Тошкент, 2010. – 22 б.; Хусанов Н.Ж. Развитие фондового рынка Республики Узбекистан на современном этапе // Материалы международной научно-практической конференции «Пятнадцатые международные Плехановские чтения». – М.: 2002. – С.116-118.; Халиқов У.Р. Ўзбекистонда фонд бозори орқали инвестицион фаолиятни молиялаштиришни такомиллаштириш: PhD илмий даражасини олиш учун ёзилган диссертация автореферати. – Тошкент, 2017. – 55 б.; Мурадова Л.Ф. Ўзбекистон иқтисодиётини модернизациялаш шароитида тижорат банклари активлари даромадлигини ошириш йўллари: PhD илмий даражасини олиш учун ёзилган диссертация автореферати. – Т., 2018. – 56 б.; Мўминова М.Б. Тижорат банклари актив операцияларини бошқариш стратегиясини такомиллаштириш: PhD илмий даражасини олиш учун ёзилган диссертация автореферати. – Т., 2018. 57 б.

Тадқиқотнинг мақсади тижорат банклари активларини секьюритизациялаш амалиётини жорий этиш ва ривожлантиришга қаратилган илмий асосланган таклиф ва тавсиялар ишлаб чиқишдан иборат.

Тадқиқотнинг вазифалари:

тижорат банклари активларини секьюритизациялаш борасидаги назарий-концептуал жиҳатларни тадқиқ этиш асосида уларга нисбатан муаллифлик ёндашувини таклиф этиш;

тижорат банклари активларини секьюритизациялаш амалиётини кредит рискинни бошқариш механизми сифатида тадқиқ этиш;

мамлакат тижорат банкларида активларни секьюритизациялашни жорий этиш имкониятларини таҳлил қилиш;

Ўзбекистон Республикаси банк тизимида активлар секьюритизациясини жорий қилишдаги мавжуд муаммоларни аниқлаш;

тижорат банклари активларини секьюритизациялаш бўйича хорижий мамлакатлар тажрибасини тадқиқ этиш асосида улардаги ўзига хос жиҳатларни аниқлаш;

Ўзбекистонда активларни секьюритизациялаш амалиётини жорий этишнинг истиқболли йўналишларини ишлаб чиқиш.

Тадқиқотнинг объекти сифатида тижорат банкларининг активларини секьюритизациялаш фаолияти танлаб олинган.

Тадқиқотнинг предмети тижорат банклари активларини секьюритизациялаш жараёнида юзага келадиган иқтисодий муносабатлар ташкил этади.

Тадқиқотнинг усуллари. Диссертацияда тизимли ёндашув, таҳлил ва синтез, функционал ва қиёсий таҳлил, гуруҳлаш, индукция ва дедукция, прогнозлаш, мантиқий хулосалаш, статистик маълумотларни таққослаш ва бошқа усуллар қўлланилган.

Тадқиқотнинг илмий янгилиги қуйидагилардан иборат:

активларни секьюритизациялаш доирасида банк-оригинатор, қарз олувчи ва инвесторлар ўртасидаги қарз муносабатларини ўз ичига олган “Банк активларини балансли секьюритизациялаш битими схемаси” ишлаб чиқилган;

Ўзбекистон банк тизимида активларни секьюритизациялаш доирасида эмиссия қилинган молиявий деривативлар кредит рискинни бошқа шахсга ўтказиш имконини берувчи воситалар эканлиги асосланган;

банк активларини секьюритизациялаш жараёнида ягона мақсадли йўналишга эга бўлган субъектлар ўртасидаги муносабатларни ўзида намоён этувчи, секьюритизациялаш жараёнининг тузилмавий механизми ишлаб чиқилган;

халқаро тажрибаларга асосланган ҳолда молия-банк тизимини янада барқарор ривожлантириш учун молиявий инновациялардан фойдаланиш мақсадида самарали восита сифатида қўлланилувчи деривативлар гуруҳи эмиссияси таклиф этилган.

Тадқиқотнинг амалий натижалари қуйидагилардан иборат:

тижорат банклари томонидан секьюритизациялашган схемаларнинг мамлакат молия бозори конъюнктурасига етарли даражада мослашмаганлиги ва

маҳаллий иқтисодиётга инвестицияларни қўйиш учун ресурсларнинг ўта чекланганлигини ҳисобга олган ҳолда уларни такомиллаштириш заруриятини белгиловчи омиллар таркиби аниқланган;

тижорат банкларининг активларига нисбатан қимматли қоғозларни муомалага чиқариш бўйича меъёрий-ҳуқуқий базани такомиллаштириш, хусусан “Активларни секьюритизациялаш тўғрисида”ги қонунни қабул қилиш борасида таклифлар ишлаб чиқилган;

«шаффоф» (look-trough) ёндашувга асосланган ва мақбуллаштириш мақсадида секьюритизациялашган активларнинг сифат ўзгаришини батафсил таҳлил қилишни назарда тутувчи банк активларини секьюритизациялашнинг шакл ва усулларини такомиллаштириш йўналишлари илмий асосланган.

Тадқиқот натижаларининг ишончлилиги. Диссертация тадқиқотида олинган илмий натижаларнинг ишончлилиги ишда қўлланилган методологик ёндашув ва усулларнинг мақсадга мувофиқлиги, ахборот базасининг расмий манбалардан олинганлиги, шунингдек, хулоса, таклиф ва тавсияларнинг амалда синовдан ўтказилганлиги, шунингдек, банк активларини секьюритизациялаш фаолиятини ривожлантириш бўйича олинган натижаларнинг тижорат банклари томонидан маъқуланганлиги билан изоҳланади.

Тадқиқот натижаларининг илмий ва амалий аҳамияти. Тадқиқот натижаларининг илмий аҳамияти улардан иқтисодиётни модернизациялаш жараёнида тижорат банклари активларини секьюритизациялашнинг ўзига хос хусусиятлари ҳақида илмий-амалий тасаввурларни шакллантиришда ҳамда бу борадаги концептуал асосларни такомиллаштиришда фойдаланиш мумкин. Шунингдек, тадқиқот ишида эришилган назарий натижалардан республика олий таълим муассасалари ва илмий тадқиқот марказларида «Банк иши», «Тижорат банкларининг қимматли қоғозлар билан операциялари», «Тижорат банклари ресурсларини бошқариш» каби фанларнинг ўқув-услубий материалларини тайёрлашда фойдаланиш мумкин. Тадқиқот натижаларининг амалий аҳамияти ишлаб чиқилган илмий таклиф ва амалий тавсияларни тижорат банкларида секьюритизациялаш амалиётини жорий этиш бўйича комплекс чора-тадбирлар мажмуини ишлаб чиқишда қўллаш мумкинлиги билан изоҳланади.

Тадқиқотнинг натижаларининг жорий қилиниши. Тижорат банклари активларини секьюритизациялаш амалиётини жорий этиш ва ривожлантириш бўйича ишлаб чиқилган илмий таклифлар асосида:

қарз олувчиларга кредитлар бериш, кредитлар бўйича келгуси тушумлар билан таъминланган қимматли қоғозларни чиқариш ва жойлаштириш, инвесторлар томонидан қабул қилинган қимматли қоғозлар бўйича тўловларни амалга ошириш, қарз олувчи томонидан кредит бўйича ҳисобланган фоизлар ва асосий қарзларнинг бир қисмини тўлаш, купон даромадлари бўйича тўлаш ва қимматли қоғозларнинг номинал қийматини қисман қоплаш, банк банкрот бўлган ҳолларда кредитлар бўйича талаб ҳуқуқларини инвесторга бериш жараёнини ўз ичига олган битимини шакллантириш схемаси «Туронбанк» акциядорлик тижорат банки амалиётига жорий этилган («Туронбанк» акциядорлик тижорат банкининг 2019 йил 4 ноябрдаги 11/03-451-сон

маълумотномаси). Натижада эмитент банкрот бўлган вақтда активларга нисбатан облигация эгасининг биринчи навбатдаги талабларини кафолатлашнинг услубий асосларини ишлаб чиқиш имконияти юзага келган.

активларни секьюритизациялаш доирасида эмиссия қилинадиган молиявий деривативлар асосида кредит рискинни бошқа шахсга ўтказишнинг замонавий молиявий механизмини татбиқ этиш ва кредит рискинни жиловлаш услубиётининг типологияси бўйича таклифи «Туронбанк» акциядорлик тижорат банки амалиётига жорий этилган («Туронбанк» акциядорлик тижорат банкининг 2019 йил 4 ноябрдаги 11/03-451-сон маълумотномаси). Натижада кредит деривативлари ва банк активларини секьюритизациялашнинг ўзаро ўхшаш хусусиятларини ўрганиш асосида, банк назорати бўйича Базель қўмитаси таклиф этган бошқариш воситалари типологиясини чуқурроқ изоҳлаш имконияти юзага келган.

банк активларини секьюритизациялаш жараёнида ягона мақсадли йўналишга эга бўлган субъектлар ўртасидаги муносабатларни секьюритизациялаш жараёнининг тузилмавий механизми асосида ташкил этиш таклифи «Туронбанк» акциядорлик тижорат банки амалиётига жорий этилган («Туронбанк» акциядорлик тижорат банкининг 2019 йил 4 ноябрдаги 11/03-451-сон маълумотномаси). Натижада бу банк активларини секьюритизациялаш билан боғлиқ умумий мақсадга эга комплекс иштирокчилар гуруҳи асосида секьюритизация амалиётини йўлга қўйиш имкониятини берган.

мамлакатимизда халқаро тажрибаларга асосланган ҳолда молия-банк тизимини янада барқарор ривожлантириш учун молиявий инновациялардан фойдаланиш, уларга доир ахборот шаффофлигини таъминлаш ва уни тартибга солишнинг самарали механизмини шакллантириш бўйича таклифи Ўзбекистон Республикаси Давлат активларини бошқариш агентлиги томонидан амалиётга жорий этилган (Ўзбекистон Республикаси Давлат активларини бошқариш агентлигининг 2019 йил 30 декабрдаги 1761/03-28-сон маълумотномаси). Натижада, бу республикадаги давлат иштирокидаги тижорат банклари фаолиятининг самарадорлиги ва ахборот шаффофлигини таъминлашга қаратилган чора-тадбирларни ишлаб чиқиш ва жорий этиш имконини берган.

Тадқиқот натижаларининг апробацияси. Тадқиқот натижалари 12 та, жумладан 9 та республика ва 3 та халқаро илмий-амалий конференцияларда муҳокамадан ўтказилган.

Тадқиқот натижаларининг эълон қилинганлиги. Диссертация мавзуси бўйича жами 19 та илмий иш, шу жумладан, Ўзбекистон Республикаси Олий аттестация комиссиясининг докторлик диссертациялари асосий илмий натижаларини чоп этиш бўйича тавсия этган илмий нашрларда 7 та илмий мақола, жумладан, 4 таси республика ва 3 таси хорижий журналларда чоп этилган.

Диссертациянинг тузилиши ва ҳажми. Диссертация иши кириш, учта боб, хулоса, фойдаланилган адабиётлар рўйхатидан иборат. Диссертациянинг умумий ҳажми 160 бетни ташкил этади.

ДИССЕРТАЦИЯНИНГ АСОСИЙ МАЗМУНИ

Кириш қисмида илмий тадқиқотнинг долзарблиги ва зарурати асосланган, тадқиқотнинг мақсади ва вазифалари, объект ва предмети тавсифланган, республика фан ва технологиялари ривожланишининг устувор йўналишларига мослиги кўрсатилган, тадқиқотнинг илмий янгилиги ва амалий натижалари баён қилинган, олинган натижаларнинг илмий-амалий аҳамияти очиб берилган, тадқиқот натижаларини амалиётга жорий қилиш, нашр этилган ишлар ва диссертация тузилиши бўйича маълумотлар келтирилган.

Диссертациянинг **«Банк активларини секьюритизациялашнинг илмий-назарий асослари»** деб номланган биринчи бобида банк активларини секьюритизациялаш борасидаги назарий-концептуал ёндашувлар тадқиқ қилинади. Тадқиқот жараёнида «активларни секьюритизациялаш» ва «банк активларини секьюритизациялаш» тушунчаларининг иқтисодий моҳияти тўлиқ очиб берилган.

Активларни секьюритизациялаш амалиётининг ривожланиб бориши фонд бозори воситалари жозибдорлигини ошириш асосида молиялаштиришнинг замонавий манбаларидан фойдаланишни тақозо этади. Бу ўз навбатида, молиявий амалиётлар билан боғлиқ рискларни бошқаришнинг самарали механизмини шакллантиришни кун тартибига қўяди.

Тадқиқот ишида ҳозирги кундаги адабиётларда қўлланилаётган замонавий терминалогиялардан бири ҳисобланган «активларни секьюритизациялаш»га нисбатан берилган таърифлар кўриб чиқилди.

Шу ўринда, П.С.Роузнинг «секьюритизация – ноликвид қарзларни ликвидли активларга айлантириш жараёнидир»⁶ деган таърифини ҳам келтириб ўтиш ўринлидир.

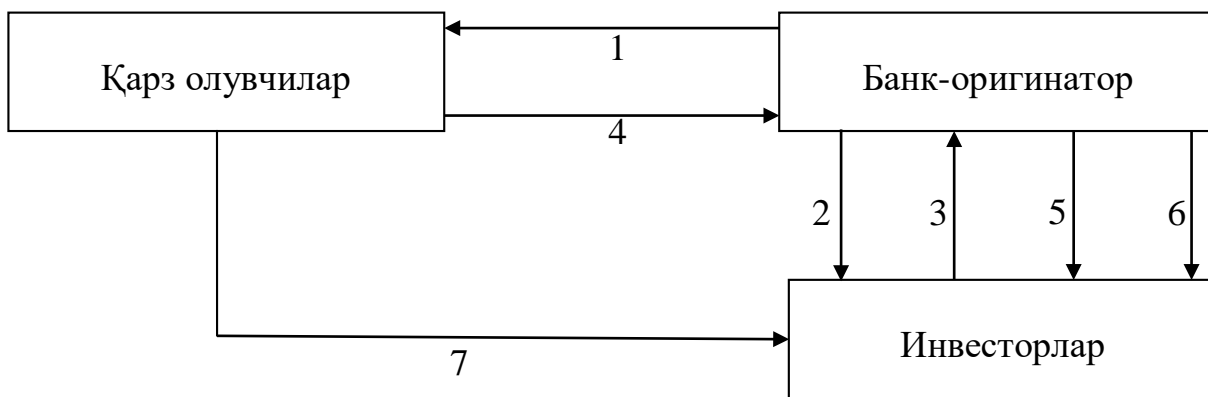
Шунингдек, Н.В.Александрова активларни секьюритизациялаш амалиётига нисбатан «секьюритизациялашнинг ташаббускорида мавжуд муайян активларни ташаббускор балансидан кўчириш, кейинчалик мазкур активлар таъминотида қимматли қоғозлар эмиссия қилиш ва уларни кенг инвесторлар ўртасида жойлаштириш асосида янги махсус ташкил этилаётган ташкилотларга бериладиган табақаллаштирилган молиявий активлар кўринишига ўтказиш босқичларидан таркиб топган молиялаштиришнинг инновацион услуги»⁷ деган таърифни илгари суради.

Юқорида келтирилган таърифларни ҳар томонлама тадқиқ этган ҳолда ишда қуйидаги муаллифлик таърифи шакллантирилди: *«Банк активларини секьюритизациялаш – бу банк балансида турган кредит талаблари билан таъминланган қимматли қоғозлар эмиссияси негизида ресурс жалб этишга қаратилган операциялардир»*.

Кредит ташкилоти бир вақтнинг ўзида эмитент банкрот бўлган пайтида активларга нисбатан унинг эгасининг биринчи навбатдаги талабларини кафолат берувчи облигация эмиссияси жараёнини амалга оширади (1-расм).

⁶ Роуз П. Банковский менеджмент – пер. с англ. – М.: Дело; 1997. – С. 709.

⁷ Александрова Н.В. Понятие и виды секьюритизации // Финансы и кредит. 2007. № 5.



1-расм. Банк активларини балансли секьюритизациялаш битими⁸

Бу ерда:

1. Қарз олувчиларга кредитларни бериш. 2. Кредитлар бўйича келгуси тушумлар билан таъминланган қимматли қоғозларни чиқариш ва жойлаштириш. 3. Инвесторлар томонидан қабул қилинган қимматли қоғозлар бўйича тўловларни амалга ошириш. 4. Қарз олувчи томонидан кредит бўйича ҳисобланган фоизлар ва асосий қарзнинг бир қисмини тўлаш. 5. Купон даромадлари бўйича тўлаш ва қимматли қоғозларнинг номинал қийматини қисман қоплаш. 6. Банк банкрот бўлган ҳолларда кредитлар бўйича талаб ҳуқуқини инвесторларга бериш. 7. Инвесторнинг кредитлар бўйича талаб ҳуқуқи асосида қарз маблағларини олиши.

Шуни таъкидлаш керакки, фақатгина юқорида санаб ўтилган учта тавсифнинг мавжудлигида активларни секьюритизациялаш каби молиявий трансакцияни аниқлаш мумкин. Ушбу таснифлардан бирининг йўқлиги ёки битимнинг юқорида келтирилган таснифларига тўлиқ мувофиқ бўлмаслиги «активларни секьюритизациялаш» атамасини қўллаш имкониятини бермайди.

Шуни қайд этиш лозимки, мазкур трансакцияни активларни секьюритизациялаш услубиётига киритиш мумкин эмас, чунки активлар заклад варақларни эмиссия қилувчи ипотека банкининг балансида туради. Рисклар тақсимланмаган, варақаларни чиқариш бўйича таъминот кредит институтининг мол-мулки ҳисобланади. Истикболда эмиссия қилинаётган заклад варақларига нафақат активлар бўйича тўловлар оқимлари, балки бутун кредит ташкилотининг молиявий оқимлари орқали хизмат қилинади. Келтирилган сабабларга кўра Америкада ипотека облигациялари эмиссияси (Mortgage – Backed Bonds) амалиётини активларни секьюритизациялаш сифатида таснифлаш мумкин эмас. Бунда шунга эътибор бериш керакки, банк активларини секьюритизациялаш классик маънода – бу шубҳасиз, қимматли қоғозларни чиқариш ёрдамида баланслашмаган банк активларини секьюритизациялашдир. Тадқиқот предметини аниқ ажратиб олиш учун турли адабиёт манбаларида қўлланилаётган активларни секьюритизациялаш тушунчасини таснифлаш лозим (2-расм).

Мазкур расм банк активлари секьюритизациясининг бошқа мумкин бўлган секьюритизациялашган операцияларни амалга ошириш вариантлари ўртасидаги ҳолатни яққол намоён этади. Шунга эътибор бериш керакки, бу

⁸ Муаллиф томонидан шакллантирилган.

ерда турли хил – ҳам синтетик, ҳам анъанавий битимлар моделлари мавжуд бўлиши мумкин. Нобанк активларни секьюритизациялашни ҳам банк кредитлари, ҳам фонд бозорларидан молиялаштиришни жалб қилиш орқали амалга ошириш мумкин.



2-расм. Активларни секьюритизациялаш тушунчаси таснифи⁹

Таъкидлаш ўринлики, сўнгги йилларда секьюритизация турли давлат иқтисодчилари томонидан кескин танқидга учраб келган. Бу эса, мазкур молиявий воситанинг оммавийлашиши ва нуфузига салбий таъсир кўрсатди. Инқироз натижасида инвестициялар бозори узоқ вақт давомида «турғун» ҳолатга тушиб қолди. Бугунги кунда активларни секьюритизациялаш тез ривожланаётган давлатлар иқтисодиётида ижобий таъсир кўрсатмоқда. Секьюритизациянинг муваффақиятли қўлланилиши ҳудудий банкларни миллий ва умумжаҳон инвестициялар бозори билан бирлаштириб, фондлаштиришдан фойдалана олиш соҳасида географик ва ҳудудий табақаланишни камайтиради.

Кредит rischi даражасини пасайтириш воситалари кўриб чиқилганда, инновацион воситалар, яъни активларни секьюритизациялаш ва биржадан ташқари бозорда муомалада бўладиган ҳосилавий деривативларни алоҳида тадқиқ этиш лозим. Иқтисодчи олима Сюзан Биес ўзининг тадқиқотларида инновацион молиявий муносабатлар ривожланишини ҳаракатга келтирувчи куч сифатида таркибий молиявий воситаларнинг етакчи роли ҳақида таъкидлайди¹⁰.

Ушбу ўзига хос хусусият алоҳида тармоққа активларни секьюритизациялаш ва кредит деривативлари каби кредит rischi даражасини жиловлаш воситаларини киритиш зарурлигини кўрсатади. Тадқиқот ишида классик молиявий воситаларнинг муфассал бўлиниши ва таркиблаган молиявий воситалар ёки таркибий молиялаштириш жараёнлари таҳлил қилинди. Кенг маънода «таркибий молиялаштириш» молия ресурсларини жалб қилиш жараёни билан намоён бўлиб, унда эмиссия қилинаётган қарз воситаларининг кредит сифати эмитентнинг кредит сифати билан боғлиқ эмаслиги аниқланди. Фикримизча, таркибий молиявий воситаларга кредит riskини бошқа шахсга ўтказиш механизмининг бир қисмини киритиш лозим.

⁹ Муаллиф томонидан ишлаб чиқилган.

¹⁰ Bies S. Strengthening compliance through effective corporate governance. Remarks at the annual regulatory compliance conference. 11.06.2012.

Ушбу шартга аниқлик киритиб, секьюритизациялаш ва кредит деривативлари ана шундай механизмларга киради, деган хулосага келиш мумкин (3-расм).



3-расм. Кредит рискни бошқа шахсга ўтказишнинг замонавий молиявий механизмлари таснифи¹¹

Таркибий молиявий воситалар тўғрисида келтирилган юқоридаги расм маълумотларини иккита асосий сабаблар кесимида тадқиқ этиш долзарб ҳисобланади. Биринчиси кредит рискни таъсир кўрсатиш хусусиятига эга ва умумий типология асосларига таянадиган воситалар сифатида секьюритизациялаш ва кредит деривативларининг яхлитлиги билан боғлиқ. Иккинчи жиҳатни ўрганиш эса «таркибий молиявий институтлар» ва «секьюритизациялаш» тушунчаларини ўзаро аниқлаш ҳамда «кредит рискни бошқа шахсга ўтказиш механизмлари» каби мустақил тушунчаларга ажратишга имкон беради.

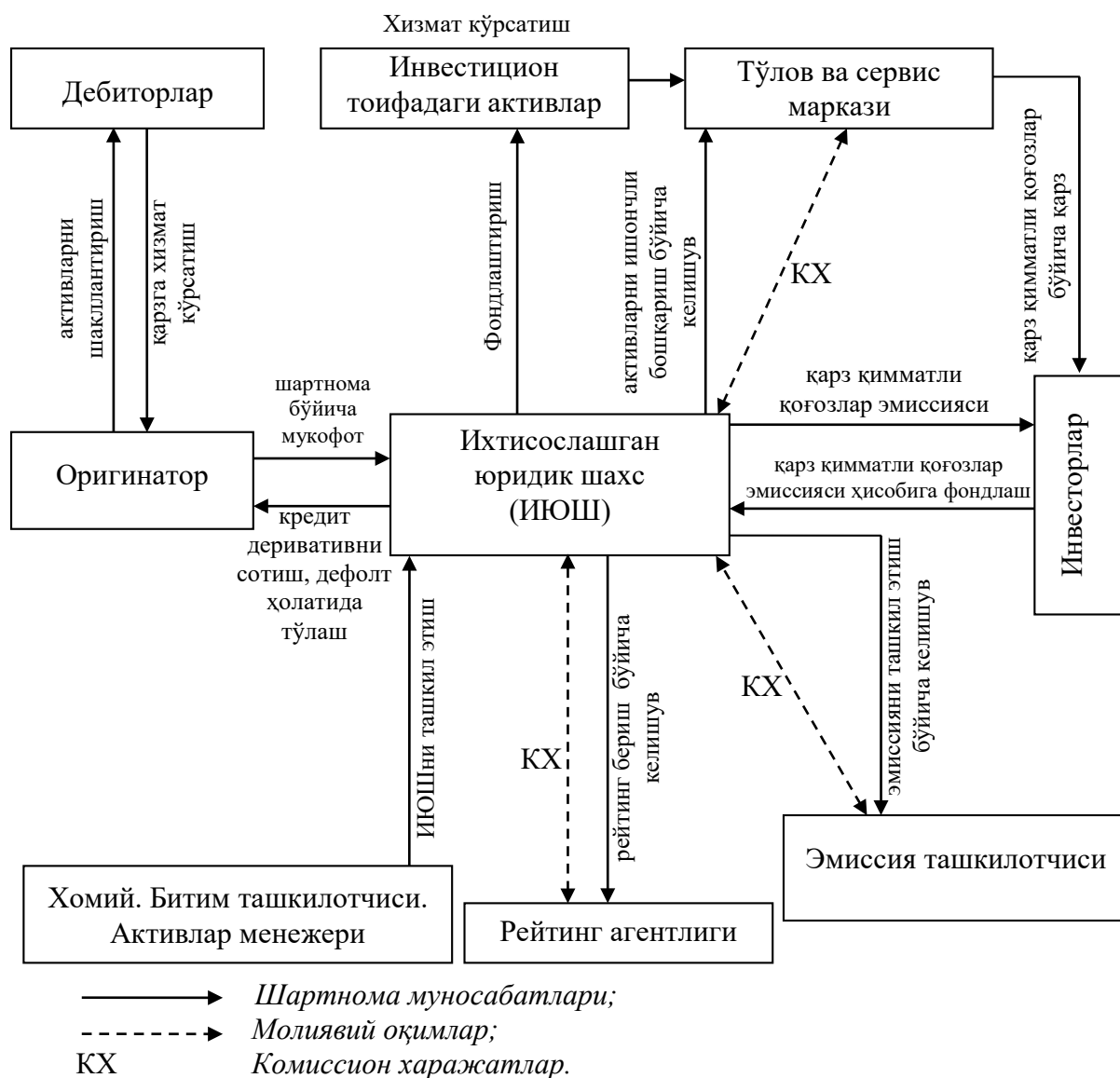
Ҳосил бўладиган кредит деривативлари ва банк активларини секьюритизациялашнинг ўзаро ўхшаш хусусиятларини ўрганиш асосида, фикримизча, кредит рискни даражасини жиловлаш воситаларининг иккинчи белгиси – молиявий воситалар турини кўриб чиқиш лозим, шу тарзда банк назорати бўйича Базель қўмитаси таклиф этган бошқариш воситалари типологиясини чуқурроқ изохлашга имкон пайдо бўлади.

Активларни секьюритизациялаш жараёни тартибини ишлаб чиққанда биз банк назорати бўйича Базель қўмитаси тамойилларига ва Гюнтер Фонбаернинг

¹¹ Муаллиф томонидан ишлаб чиқилган.

тадқиқотларига таяндик. 4-расмда секьюритизациялашнинг асосий иштирокчилари келтирилган.

Юзага келадиган ўзаро муносабатларнинг ҳар бир иштирокчисига тавсиф бериб ўтамиз:¹²



4-расм. Секьюритизациялаш жараёнининг тузилмавий модели¹³

Ташаббускор (originator) – активларни шакллантирувчи юридик шахс сифатида намоён бўлади. Кўпинча ушбу ролни молиявий активларга эга тижорат банклари ҳам бажаради. Асосан тижорат банклари ипотека кредитларни секьюритизациялашда ташаббускор сифатида иштирок этади.

Дебиторлар (debtors) – ташаббускор билан муносабатга киришган юридик ёки жисмоний шахслар бўлиб, улар туфайли ташаббускор олдида молиявий мажбуриятлар юзага келади.

Диссертациянинг «Ўзбекистон банк тизимида активларни

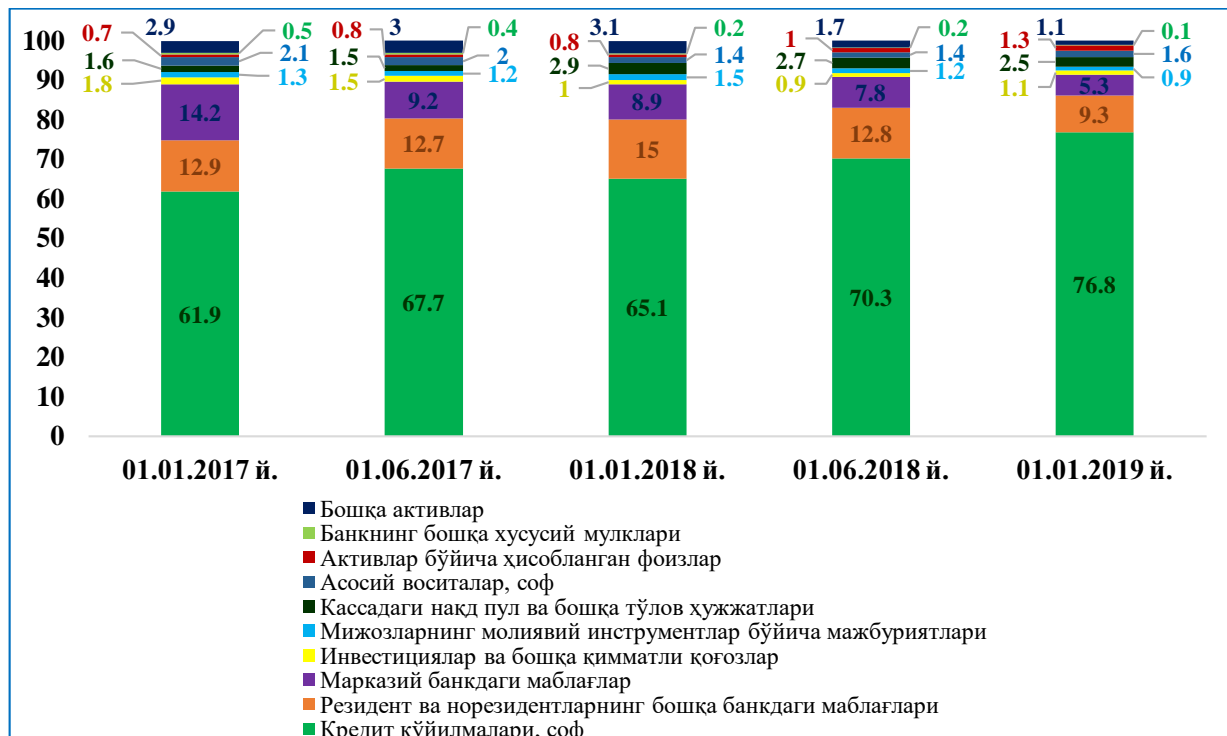
¹² The international comparative legal guide to securitization 2005 / Global Legal Group Ltd. – London: William Clowes Ltd., 2011.

¹³ Муаллиф томонидан ишлаб чиқилган.

секьюритизациялашни жорий этиш: амалиёт, муаммо ва имкониятлар» деб номланган иккинчи бобида тижорат банкларида активларни секьюритизациялашни жорий этиш имкониятлари таҳлил қилинган.

Ҳозирда мамлакатимизда активларни секьюритизациялашга рухсат берадиган ягона ҳужжат бу Ўзбекистон Республикаси Давлат мулки қўмитаси ҳузуридаги қимматли қоғозлар бозори фаолиятини мувофиқлаштириш ва назорат қилиш маркази бош директорининг 2009 йил 16 июлдаги 2009-40-сон буйруғи билан тасдиқланган «Қимматли қоғозлар эмиссияси ва эмиссиявий қимматли қоғозлар чиқарилишларини давлат рўйхатидан ўтказиш қоидалари» тўғрисидаги ҳужжат бўлиб, ушбу ҳужжатда банк томонидан берилган кредитлар ва бошқа активлари таъминотида облигациялар кўринишида қарз қимматли қоғозларини чиқариш мумкинлиги белгиланган. Ушбу ҳужжатга асосан тижорат банкларининг активларини секьюритизациялаш мумкин. Лекин, бугунги кунда, бизнинг фикримизча, мамлакатимизда активларни секьюритизациялашни жорий этиш ва ривожлантириш учун бу ҳужжат етарли эмас. Бу эса, меъёрий-ҳуқуқий базани такомиллаштиришни талаб этади.

Бугунги кунда мамлакатимизда тижорат банкларининг активлари ҳажми жадал суръатларда ошиб бормоқда. Хусусан, тижорат банкларининг жами активлари ҳажми 2018 йилнинг мос даврига нисбатан 28,7 фоизга ошгани ҳолда 2019 йил 1 январь ҳолатига 214,4 трлн. сўмни ташкил этди. Шу ўринда 2018 йилда банк активлари таркибида кредитларнинг улуши сезиларли даражада ортганлигини кўриш мумкин (5-расм).

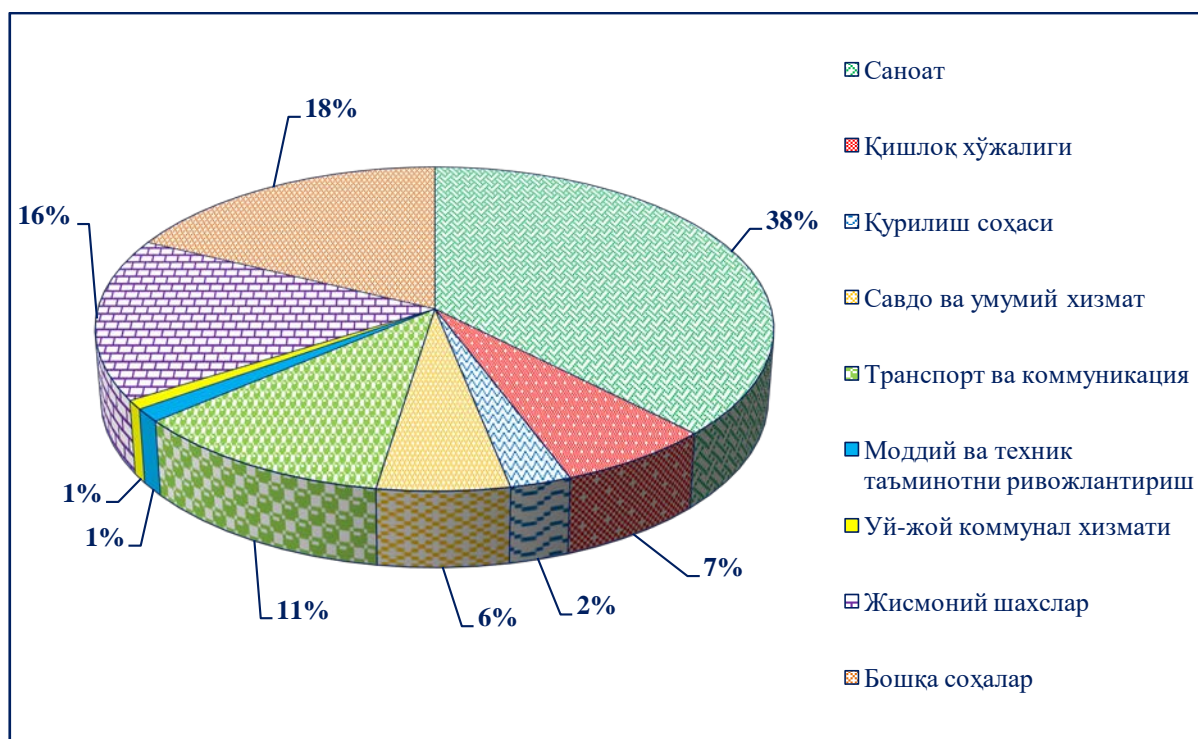


5-расм. 2017-2018 йилларда Ўзбекистон тижорат банклари активларининг таркибий тузилиши, фоизда¹⁴

¹⁴ Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг расмий веб сайти (www.cbu.uz) маълумотлари асосида муаллиф томонидан ишлаб чиқилган.

5-расм маълумотларидан кўринадикки, тижорат банклари томонидан ажратилган жами кредит қўйилмаларининг Ўзбекистон Республикаси банк тизими умумий активлари ҳажмидаги улуши 2017 йил 1 январдаги 61,9 фоиздан 2019 йил 1 январь ҳолатига 76,8 фоизгача ошган. Бунда, тижорат банклари томонидан ажратилган кредитлар ҳажми 2018 йилнинг иккинчи ярмида жадал суръатларда ортганлигига алоҳида эътибор қаратиш лозим.

Алоҳида таъкидлаш жоизки, 2018-2019 йилларда тижорат банклари кредит портфели таркибида сезиларли ўзгаришлар рўй берди. Хусусан, миллий валютадаги кредитлар қолдиғининг ўсиш суръати 16,7 фоизли кўрсаткичдан деярли 2 баробарга пасайгани ҳолда 8,6 фоизни ташкил этган бўлса, хорижий валютадаги кредит қўйилмаларида эса ўсиш суръатларининг тезлашиши кузатилди. Кредит портфели таркибидаги ушбу тенденциялар инфляция даражаси ва валюта бозоридаги ҳолатга жорий босимнинг олдини олиш имконини берса, айти пайтда, ушбу хатарларни кейинги даврларда (ўрта ва узоқ муддатли истиқболда) рўй бериш эҳтимолини оширади. 6-расмда тижорат банклари кредит қўйилмаларининг тармоқлар бўйича улуши келтирилган.



6-расм. Тижорат банклари кредит қўйилмаларининг тармоқлар бўйича улуши (2019 йил 1 сентябрь ҳолатига, фоизда)¹⁵

2019 йил 1 сентябрь ҳолатига тижорат банкларининг кредит қўйилмалари ҳажми 229,8 трлн. сўмни ташкил этди. 6-расм маълумотларидан кўринадикки, тижорат банклари томонидан ажратилган кредит қўйилмаларининг 38 фоизи

¹⁵ Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг расмий веб сайти (www.cbu.uz) маълумотлари асосида муаллиф томонидан ишлаб чиқилган.

(86,1 трлн. сўм) саноат соҳасига йўналтирилган бўлса, жами кредитларнинг 11 фоизи (25,6 трлн. сўм) транспорт ва коммуникация соҳасига ажратилган.

Жаҳон молиявий инқирозининг узоқ муддатли салбий оқибатлари йирик капиталлар бозори фаолиятида бир қатор тизимли камчилик ва нуқсонлар мавжудлигини яққол намоён этиб берди. Узоқни кўзланмаган молия бозорини тартибга солиш сиёсати, бозор рискига бўлган ҳаддан зиёд оптимистик ёндашув, молиявий инструментлар диверсификациясининг заифлиги, капиталлар бозори устидан давлат назоратининг суствлиги, бозор асимметриясининг юқорилиги ҳамда капиталнинг фақат санокли бозорлардагина концентрациялашуви жаҳон капиталлар бозори архитектурасида туб ўзгаришлар қилиш зарурлигини амалда исботлади.

Банк активларини секьюритизациялаш амалиёти асосан ривожланган ва жадал ривожланаётган мамлакатларда кенг жорий қилинганини инобатга олиб, капитал концентрацияси юқори бўлган мамлакатларда секьюритизациялашнинг инвестициялар ҳажмига таъсирини баҳолаш мақсадида АҚШ ва Европа Иттифоқига аъзо 28 та мамлакат танлаб олинди ва улар бўйича маълумотлар жамланиб, кўп параметрли эконометрик моделлаштиришга мўлжалланган панель маълумотлар тўплами шакллантирилди.

Моделнинг эконометрик ифодаси қуйидагича тузилди:

$$INV_{i,t} = \alpha INV_{i,t-1} + \beta_1 SEC_{i,t} + \beta_2 BAS_{i,t} + \beta_3 BSI_{i,t} + \beta_4 GFC_{i,t} + \beta_5 GDP_{i,t} + \eta_i + \varepsilon_{i,t}$$

Бу ерда, $INV_{i,t}$ – t даврда i мамлакатдаги инвестиция ҳажми, $SEC_{i,t}$ – t даврда i мамлакатдаги банк активларининг секьюритизациялаш ҳажми, $BAS_{i,t}$ – t даврда i мамлакатдаги жами банк активлари ҳажми, $BSI_{i,t}$ – t даврда i мамлакатдаги банк тизими барқарорлигининг синдикатлашган кўрсаткичи, $GFC_{i,t}$ – t даврда i мамлакат иқтисодиётига жаҳон молиявий инқирозининг таъсирини ифодаловчи ёрдамчи кўрсаткич (*dummy variable*), $GDP_{i,t}$ – t даврда i мамлакатдаги ялпи ички маҳсулот ҳажми. Таъкидлаш лозимки, GFC (ўрганилаётган мамлакатларда жаҳон молиявий инқирози таъсирини ифодаловчи кўрсаткич) ёрдамчи кўрсаткич бўлиб, у ҳар бир мамлакат иқтисодётида глобал молиявий инқироз таъсири кузатилган даврни алоҳида белгилаш орқали инқироз таъсирини примитив усулда аниқлаш имконини беради. Инқироз таъсири сезилган давр учун 1, инқироз таъсиридан ҳоли давр учун 0 коэффицент қўйилади.

Эконометрик моделлаштиришда 2000-2017 йиллар оралиғида ҳар бир мамлакат учун чораклик маълумотлар таҳлил қилинди. Кузатувлар сони 20400 та даврни ташкил қилди. Эконометрик тадқиқот методологияси икки босқичли энг кичик квадрат (Two Step Least Squares - кейинги ўринларда 2SLS) усулининг «моментларнинг умумлашган усули» (Generalized Method of Moments – кейинги ўринларда GMM) йўли билан ишлаб чиқилди.

Эконометрик таҳлилнинг дастлабки босқичида умумий ўзгарувчи тасвирий статистика тести ёрдамида панель маълумотларини бирламчи текшируви ўтказилди (1-жадвал).

Тасвирий статистика кўрсаткичлари

	INV	SEC	BAS	BSI	GFC	GDP
Ўртача	2363.512	1261.148	16826.45	14.88664	0.254902	11257.11
Медиана	2809.960	1190.923	8827.495	14.19110	0.000000	13807.94
Максимум	4418.030	5455.288	85191.80	20.90000	1.000000	19485.40
Минимум	362.6572	0.000000	795.1610	12.10000	0.000000	1763.125
Стандарт оғиш	1302.578	1160.082	22641.78	2.381195	0.440143	6298.920
Асиммет. коэффициент	-0.354616	1.410610	1.989310	1.056718	1.124803	-0.345698
Эксцесс коэффициент	1.575422	5.438992	5.901372	2.979903	2.265182	1.482274
Харке-Бера	5.381419	29.55443	51.52568	9.492409	11.90146	5.910734
Эҳтимоллик	0.067833	0.000000	0.000000	0.008685	0.002604	0.052060
Ялпи қиймат	120539.1	64318.56	858148.7	759.2187	13.00000	574112.5
Квадрат қолдиқлар йиғиндиси	84835469	67289455	2.56E+10	283.5045	9.686275	1.98E+09
¹⁰						
Кузатувлар сони	20400	20400	20400	20400	20400	20400

Тасвирий статистика натижалари панель маълумотларида жамланган кўрсаткичлар даврий оралиқларда нормал тақсимланганлигини, ишонч интервали 10 фоизлик чегарадан қуйида эканлигини, асимметрия ва эксцесс коэффициентлари зарурийлик шартини бажаришини кўрсатди.

Эркин ва эркин ўзгарувчи ўртасидаги боғлиқликни аниқлаш мақсадида Лин-Левин-Чу бирлик илдиз тести ўтказилди:

Лин-Левин-Чу бирлик илдиз тести

Ўзгарувчи	t-статистика	Эҳтимоллик**
INV	-2.771	0.0011
SEC	-1.698	0.0064
BAS	-0.207	0.0119
BSI	-1.582	0.0423
GFC	-0.118	0.0094
GDP	-2.813	0.0063

Лин-Левин-Чу бирлик тести натижалари барча ўзгарувчиларни стационарлигини кўрсатди ҳамда таҳлилни давом эттириш мумкинлиги тасдиқланди.

Стационарлик исботланганидан сўнг асосий эконометрик таҳлил амалга оширилди. EWIEVS 10.0 дастури ёрдамида динамик панель маълумотлар тўплами учун GMM тести ўтказилди (3-жадвал).

Олинган натижаларнинг ишончлилигини текшириш мақсадида Сарган ва Хансен тестлари ўтказилди. Мазкур тестлар асосий GMM тестидан олинган натижада ортиқча чекланишлар мавжудлигини текширишга мўлжалланган бўлиб, ўтказилган Сарган тести J қиймати ва Хансен тести р-қиймати олинган натижалар нормаллигини кўрсатди.

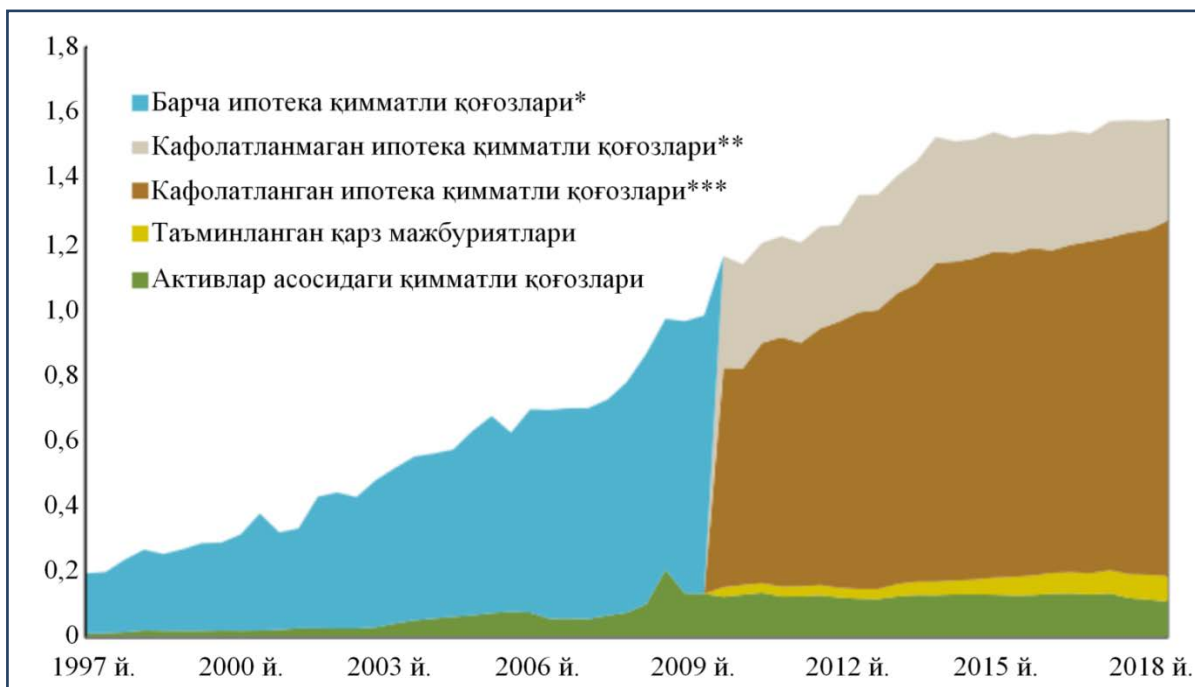
GMM тести натижалари

Ўзгарувчилар	Асосий модель	Модель 1	Модель 2	Модель 3
INV (-1)	0.4181*** (0.1072)	0.4094*** (0.1001)	0.4132*** (0.0112)	0.4209*** (0.0143)
SEC	0.1612* (0.1031)	0.1183* (0.0992)	0.1389 (0.1176)	0.1578* (0.1012)
BAS	0.0666* (0.0578)	0.0623 (0.0557)	0.0651** (0.0565)	0.0610*** (0.0529)
BSI	0.0498** (0.0411)	0.0447 (0.0403)	0.0421** (0.0397)	0.0433 (0.0402)
GFC	-0.0263*** (0.0074)	-0.0236*** (0.0083)	-0.0248*** (0.0078)	-0.0266*** (0.0069)
GDP	0.0123* (0.0112)	0.0128** (0.0129)	0.0121 (0.0122)	0.0199* (0.0101)
Сарган тести (J) [p-қиймат]	61.2863 [0.4900]	62.6542 [0.4500]	64.5269 [0.4600]	57.4122 [0.4300]
Ареллано-Бонд тести AR1 [p-қиймат]	-6.94 [0.0000]	-10.41 [0.0000]	-8.56 [0.0000]	-12.93 [0.0000]
Ареллано-Бонд тести AR2 [p-қиймат]	0.614 [0.358]	1.026 [0.078]	0.407 [0.852]	0.049 [0.088]

Хулоса қилиб айтганда, ўрганилган давлатларда банк активларини секьюритизациялаш ва банк активлари ҳажмларининг ортиши ҳамда банк тизимининг барқарорлик кўрсаткичларини мустаҳкамланиши иқтисодиётдаги инвестиция оқимини рағбатлантиради.

Диссертациянинг «Ўзбекистонда активларни секьюритизация қилиш амалиётини ривожлантириш истикболлари» деб номланган учинчи бобида тижорат банклари активларини секьюритизациялашнинг хорижий мамлакатлар тажрибаси ўрганилган. Шунингдек, Ўзбекистонда активларни секьюритизациялаш амалиётини ривожлантиришнинг устувор йўналишлари ишлаб чиқилган.

Секьюритизацияни амалга оширишда тижорат банклари улшининг ошиб боришига қарамай, 2018 йилда ипотека қимматли қоғозларининг секьюритизациялашдаги улуши 19,5 фоизни ташкил этди. Секьюритизация жараёни асосан ҳукуматнинг бир қатор етакчи агентликлари томонидан амалга оширилмоқда. Хусусан, таъминланган ипотека қимматли қоғозларини ҳукумат кафолати остида эмиссия қилувчи агентлик сифатида «Федерал миллий ипотека ассоциацияси»ни келтириш мумкин. Шунингдек, секьюритизациялашнинг 12,5 фоизини активлар билан таъминланган қимматли қоғозлар (ABS) ташкил этиб, у ўз ичига таъминланган қарз мажбуриятлари (CDO)ни олади. Бундан ташқари 8,9 фоиз улуш CMBS (таъминланган тижорат ипотекалари) ва RMBS (таъминланган турар-жой ипотекалари) хиссасига тўғри келади. Ҳукумат агентликлари иштирокисиз секьюритизациялашнинг бошқа турлари улуши 10,9 фоизга тенг (7-расм).



* – (** + ***).

** – «Fannie Mae», «Freddie Mac» ва «Federal Home Loan Bank»нинг кафолатига эга бўлмаган, ипотека кредитлари таъминотида асосланган хусусий қимматли қоғозлар.

*** – Ҳукумат кафолати асосида «Fannie Mae», «Freddie Mac» ва «Federal Home Loan Bank» томонидан эмиссия қилинган облигация ва векселлар.

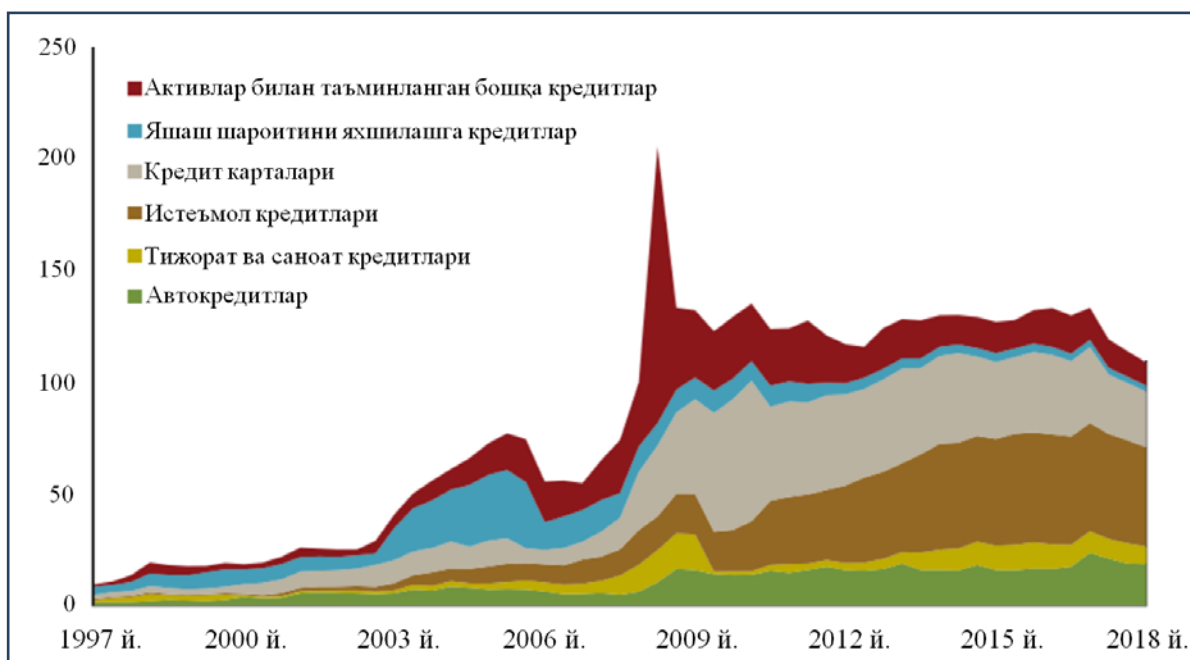
7-расм. АҚШда секьюритизациялаш доирасида қилинган иккиламчи эмиссия ҳажми, қимматли қоғозлар тури, трлн. АҚШ долл.¹⁶

7-расм маълумотларидан кўринадикки, 2009 йилгача бўлган даврда секьюритизациялаш амалиёти учун барча турдаги ипотека қимматли қоғозлари эмиссиясидан фойдаланилган бўлса, айнан 2009 йилдан бошлаб АҚШ Ҳукумати «Fannie Mae», «Freddie Mac» ва «Federal Home Loan Bank» томонидан эмиссия қилинган облигация ва векселлар ҳукумат кафолати остида эканлигини эълон қилди. Шунингдек, 2009 йилга келиб ҳукумат кафолати остидаги «Таъминланган қарз мажбуриятлари» ҳажми ҳам кескин ошди.

Энди, 2018 йилда АҚШдаги жами секьюритизациялашда 12,5 фоиз улушга эга бўлган «Активлар билан таъминланган қимматли қоғозлар» – (ABS) ва унинг таркибий тузилмасига батафсил тўхталиб ўтамиз (8-расм).

2018 йил якуни бўйича АҚШ банклари томонидан жами 88,9 млрд. АҚШ долл.га тенг бўлган «Активлар билан таъминланган қимматли қоғозлар» – (ABS) асосида секьюритизациялаш амалга оширилди. Бунда, ABSнинг таркибий тузилмаси қуйидагича шаклланди: автокредитлар – 15,9 млрд. АҚШ долл.; тижорат ва саноат кредитлари – 5,2 млрд. АҚШ долл.; кредит карталари – 21,4 млрд. АҚШ долл.; яшаш шароитини яхшилашга кредитлар – 1,4 млрд. АҚШ долл.; истеъмол кредитлари – 37,5 млрд. АҚШ долл.; активлар билан таъминланган бошқа кредитлар – 7,5 млрд. АҚШ долл.

¹⁶ <https://www.sifma.org> маълумотлари асосида муаллиф томонидан ишлаб чиқилган.



8-расм. Секьюритизациялашда «Активлар билан таъминланган қимматли қоғозлар» – (ABS)нинг таркибий тузилиши¹⁷

Таҳлилларга эътибор қаратадиган бўлсак, 2018 йилда ABS ҳажми 2017 йилга нисбатан 21,7 фоизга қисқарган. Бунда қисқариш даражаси таркибий жиҳатдан қуйидагича тақсимланган: яъни, яшаш шароитини яхшилашга кредитлар – 51,2 фоизга; тижорат ва саноат кредитлари – 42,2 фоизга; активлар билан таъминланган бошқа кредитлар – 33,9 фоизга камайган. «Активлар билан таъминланган қимматли қоғозлар» – (ABS) ҳажмидаги пасайиш тенденцияси айнан мазкур восита асосида амалга оширилган ноқонуний секьюритизациялашнинг салбий таъсири натижасида юзага келди.

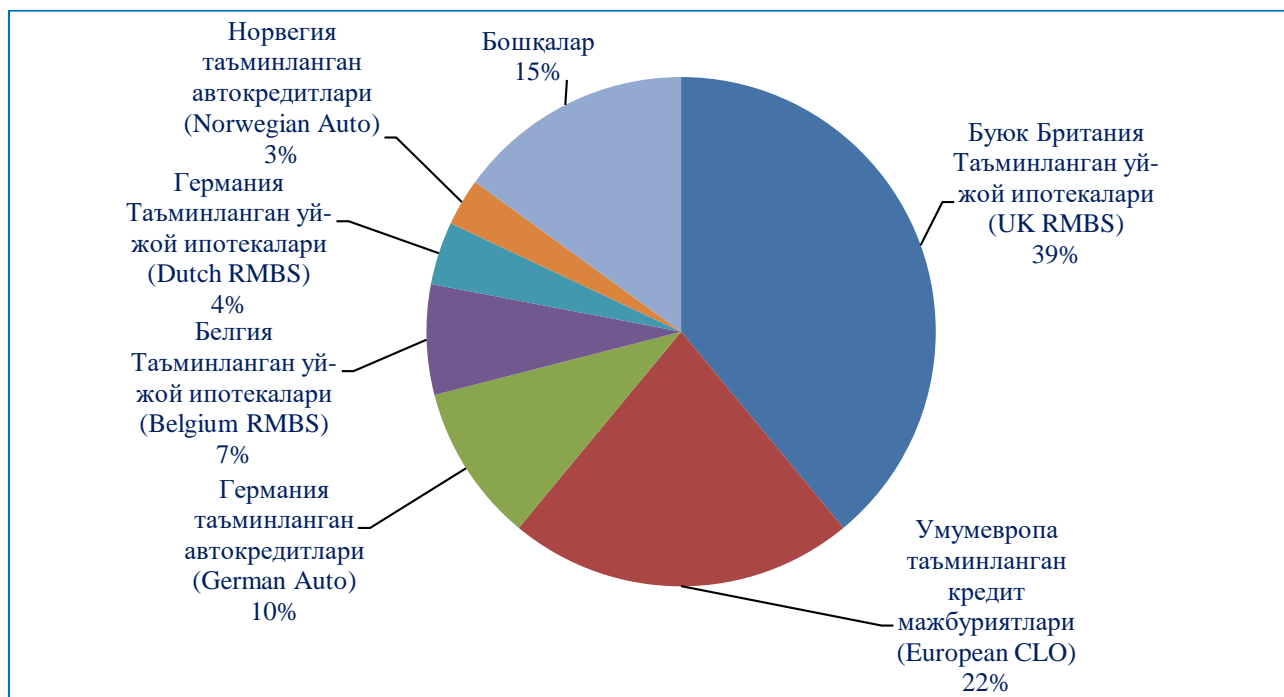
Европада қопланган облигацияларнинг муомалага чиқарилиши секьюритизациялашни сифат жиҳатдан янги босқичга кўтарилишига, бу эса, ўз навбатида «Таъминланган кредит мажбуриятлари» (Collateralized Loan Obligation, CLO) эмиссиясини йўлга қўйилишига сабаб бўлди. Ҳозирги кунда Ғарбий Европа мамлакатлари ва АҚШда «Таъминланган қарз мажбуриятлари» (Collateralized Debt Obligation, CDO)дан ҳам фаол тарзда фойдаланилмоқда. Бу операциялар талаб кўп бўлмаган қимматли қоғозлар турига инвестицион хусусиятларни ўтказиш мақсадида ҳам амалга оширилади. «Таъминланган қарз мажбуриятлари» инвесторлар имкониятлари доирасини кенгайтириш учун қулай корпоратив қарз мажбурияти ҳисобланади. Бундай механизм мавжуд қарз мажбуриятлари натижасида ҳосил бўлган тўловлар оқимини қайта тузиш имконини беради¹⁸.

2018 йилда Буюк Британия «Таъминланган уй-жой ипотекалари» (RMBS) ҳажми 6,1 млрд. еврога ошди. Шунингдек, 2018 йилдаги ўсиш ҳажми умумевропа «Таъминланган кредит мажбуриятлари» (CLO)да 3,5 млрд. еврога,

¹⁷ <https://www.sifma.org> – расмий интернет сайти маълумотлари асосида ишлаб чиқилган.

¹⁸ Петровичев Ю.А. Развитие секьюритизации в условиях рыночной экономики // Финансы и бизнес, М.:2011, №3, -с.86-88.

Германия «Таъминланган автокредитлар»и ҳажмида эса, 1,6 млрд. еврога тенг бўлди. Молиявий воситаларнинг умумий ҳажми қуйидагига тенг бўлди: Буюк Британия «Таъминланган уй-жой ипотекалари» (RMBS) – 20,1 млрд. евро, жамига нисбатан 39 фоиз; умумевропа «Таъминланган кредит мажбуриятлари» (CLO) – 13,7 млрд. евро, жамига нисбатан 22 фоиз; Германия «Таъминланган автокредитлар»и – 11,4 млрд. евро, жамига нисбатан 10 фоиз (9-расм).



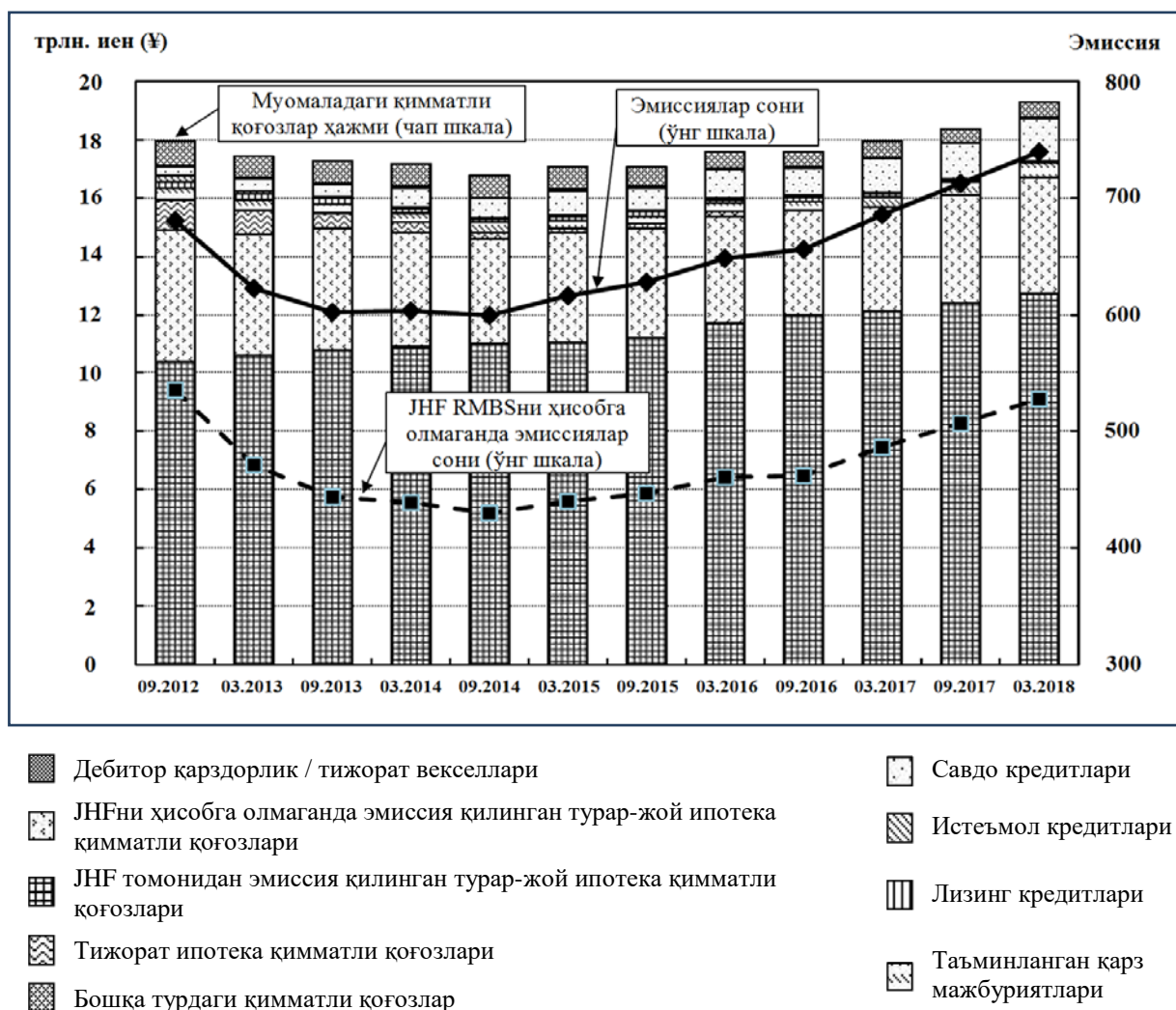
9-расм. 2018 йилда Европадаги секьюритизация битимларининг таркибий тузилиши, фоизда¹⁹

Расмдан кўринадики, бугунги кунда Европада секьюритизация воситалари бозори анча ривожланган бўлиб, таркибий тузилиши жиҳатдан ўз хусусиятларини шакллантиришга ҳам муваффақ бўлган.

Японияда секьюритизациялаш амалиёти асосан «Таъминланган уй-жой ипотекалари» (RMBS) ва «Активлар билан таъминланган қимматли қоғозлар» (ABS) каби молиявий деривативлар асосида амалга оширилади. RMBSга тўхталадиган бўлсак, бугунги кунда Japan Housing Finance Agency (JHF) – «Япония ипотекани молиялаштириш агентлиги» мазкур молиявий деривативни эмиссия қилувчи йирик эмитент сифатида фаолият юритмоқда. ABS эмиссияси эса, эмитентлар томонидан асосан автокредит ва истеъмол кредити асосида амалга оширилмоқда.

Секьюритизациялаш асосидаги молиявий деривативлар эмиссиясининг жорий ҳолатига эътибор қаратадиган бўлсак, бирмунча ривожланиш тенденциясига гувоҳ бўлишимиз мумкин. Яъни, 2018 йил 1-чораги якунида Японияда секьюритизациялаш асосида қилинган молиявий деривативлар эмиссияси ҳажми 19,3 трлн. иенни ташкил этди. Бу 2017 йилнинг мос даврига нисбатан 895 млрд. иенга ёки 4,9 фоизга кўпдир (10-расм).

¹⁹ AFME Securitisation Data Report, 2018, - p. 4.



10-расм. Японияда секьюритизациялаш доирасида эмиссия қилинган муомаладаги қимматли қоғозлар ҳажми, трлн. иенда²⁰

10-расм маълумотлари таҳлили шуни кўрсатадики, секьюритизациялаш доирасида қилинган муомаладаги RMBS қимматли қоғозларининг салмоқли қисми JHF томонидан эмиссия қилинган RMBS хиссасига тўғри келади. Хусусан, биргина 2018 йилнинг дастлабки чорагида муомаладаги JHF эмиссия қилган RMBS ҳажми 12,7 трлн. иенни ташкил этди. Бу жами RMBS ҳажмининг 66,1 фоизига тенгдир. Шунингдек, савдо кредитлари асосида секьюритизация қилинган қимматли қоғозлар ҳажми ҳам юқори ўсиш тенденциясини қайд этгани ҳолда, 1,45 трлн. иенни ташкил этди. Мазкур деривативнинг умумий қимматли қоғозлардаги улуши 7,5 фоизга тенг бўлди²¹.

Умуман олган юқорида кўриб чиқилган ҳолатлар Ғарб мамлакатларида секьюритизациялаш амалиётини ривожлантиришга таъсир этувчи қуйидаги омилларни аниқлаш имконини беради: 1) давлат томонидан рағбатлантириш; 2) ташқи муҳит омиллари; 3) янги замонавий молиялаштириш манбаларини излаб топиш; 4) меъёрий-ҳуқуқий чекловлар.

²⁰ Japan Securities Dealers Association. Securitization Market Balances Survey Report (March 31, 2018).

²¹ Japan Securities Dealers Association. Securitization Market Balances Survey Report (March 31, 2018).

Хорижий мамлакатлар тажрибаси бугунги кунда секьюритизациялаш амалиётини рағбатлантиришнинг муҳим ва зарур эканлигини кўрсатади. Мазкур чора-тадбирлар секьюритизация доирасида эмиссия қилинган қимматли қоғозларнинг умумий инвестицион жозибадорлигини шакллантиради ва дастлабки босқичда катализатор вазифасини бажаради.

ХУЛОСА

Ўзбекистон Республикаси банк-молия тизимининг либераллашуви шароитида тижорат банклари активларини секьюритизациялаш амалиётини ривожлантириш бўйича қуйидаги хулоса ва таклифлар шакллантирилди:

1. Активлар секьюритизацияси жараёнида иштирокчилар ўртасида юзага келадиган муносабатларни ташкил этишда: оригинатор ва махсус хўжалик юритувчи ташкилот (МХТ) ўртасидаги муносабатларда секьюритизация учун мўлжалланган активларни оригинатор балансидан ажратиш ва МХТга сотиш; оригинатор ва МХТ ўртасида оригинаторнинг сервис хизматлари агенти сифатида фаолият юритиши бўйича «топширик шартномаси»ни тузиш; сервис хизматлари агенти вазифасини бошқарувчи агентлар ҳам бажариши мақсадга мувофиқ.

2. Ўзбекистонда қимматли қоғозлар бозорининг ривожланмаганлиги ҳамда бу бозорнинг молиявий ресурсларни тақсимлаш ва қайта тақсимлашдек функциясини бажара олмаётганлиги сабабли тижорат банкларида секьюритизациялаш амалиёти ҳанузгача йўлга қўйилмаган. Мазкур амалиётни тижорат банклари фаолиятига жорий этиш қуйидаги устувор вазифаларнинг бажарилишига бевосита боғлиқдир:

молия бозорида, хусусан, қимматли қоғозлар бозорида институционал инвесторлар фаолиятини янада жадаллаштириш лозим;

тижорат банклари активларини секьюритизациялашнинг меъёрий-ҳуқуқий таъминотини шакллантириш ва мазкур фаолиятни рағбатлантириш механизминини ишлаб чиқиш зарур;

активларни секьюритизациялаш ҳисобига муомалага чиқариладиган қимматли қоғозларни ички ва ташқи молия бозорларида жойлаштириш имкониятларини ўрганиб чиқиш ҳамда уни йўлга қўйиш лозим;

инвестицион воситачилар институтини шакллантириш орқали молия бозори инфратузилмасини янада ривожлантириш зарур.

3. Диссертация доирасида амалга оширилган эконометрик таҳлиллар натижасида маълум бўлдики, ўрганилган давлатларда банк активларини секьюритизациялаш ва банк активлари ҳажмларининг ортиши ҳамда банк тизимининг барқарорлик кўрсаткичларини мустаҳкамланиши иқтисодиётдаги инвестиция оқимини рағбатлантиради.

4. Секьюритизацияни амалга оширишда тижорат банклари улушининг ошиб боришига қарамай, 2018 йилда ипотека қимматли қоғозларининг секьюритизациялашдаги улуши 19,5 фоизни ташкил этган. Бугунги кунда АҚШда секьюритизация жараёни асосан ҳукумат кафолати остида эмиссия қилувчи хусусан, «Федерал миллий ипотека ассоциацияси» каби етакчи агентликлар томонидан амалга оширилмоқда.

5. Европа қимматли қоғозлар бозори АҚШ қимматли қоғозлар бозоридан активлар хилма-хиллиги ва давлат секторининг тўғридан-тўғри иштирокига кўра фарқ қилади. Европа мамлакатларида секьюритизациялашнинг йўлга қўйилишига асосий сабаблардан бири бу – мазкур механизм қатъий чекловлар ва рақобат шароитида ҳам тижорат банкларига ўз маблағларини оптимал бошқариш имкониятини беришидир.

6. Мамлакатимизда секьюритизациялаш амалиёти ривожланишининг энг муҳим омили инфратузилма бўлиб, унинг элементлари сифатида мамлакат қонунчилигига мувофиқ бўлган секьюритизациялаш битимларининг таъминоти, банк назорати, ягона тизимга келтирилган рейтинг агентлиги, шахсий инвестицион базаси намоён бўлиши лозим. Бундан ташқари, кредит портфелининг минимал миқдори, жаҳон майдонларида машҳур эмаслиги, ҳаттоки йирик бўлмаган кредит ташкилотлари томонидан мазкур технологиялардан фойдаланиш имкониятлари учун кредит рейтингига эга бўлмаслиги каби салбий омиллар шароитида банк ссудаларини секьюритизациялашни амалга ошириш учун асослаш талаб этилади.

Хулоса қилиб айтганда, секьюритизациялашни банк фаолиятининг самарадорлигини ошириш ва махсус молиявий инструментлардан фойдаланиш асосида банк активларини оптималлаштириш орқали рискларни пасайтириш имкониятини берувчи жараён сифатида изоҳлаш мумкин. Секьюритизациялаш операциялари нафақат кредит рискларини бошқарувчи банкларга, балки, кредит маблағлари қийматини пасайтиришдан манфаатдор бўлган мижоз учун ҳам янги имкониятлар яратади.

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

**ТАШКЕНТСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ ЭКОНОМИЧЕСКИЙ
УНИВЕРСИТЕТ**

АХМЕДОВ АКБАРАЛИ СУЛТОНМУРОДОВИЧ

**ПУТИ РАЗВИТИЯ ПРАКТИКИ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ АКТИВОВ
КОММЕРЧЕСКИХ БАНКОВ**

08.00.07 - Финансы, денежное обращение и кредит

АВТОРЕФЕРАТ
диссертации доктора философии (PhD) по экономическим наукам

Ташкент – 2020

Тема диссертации доктора философии (PhD) по экономическим наукам зарегистрирована Высшей аттестационной комиссией при Кабинете Министров Республики Узбекистан под № 30.12.2019/B2019.4.PhD/Iqt154

Диссертация выполнена в Ташкентском государственном экономическом университете.

Автореферат диссертации на трёх языках (узбекском, русском, английском (резюме)) размещен на веб-странице Научного совета (www.tsue.uz) и информационно-образовательном портале «Ziynet» (www.ziynet.uz).

Научный руководитель:

Каримов Норбой Ганиевич

доктор экономических наук, профессор

Официальные оппоненты:

Тошмуродова Бувсара Эгамовна

доктор экономических наук, профессор

Каралиев Шербек Турабоевич

кандидат экономических наук, доцент

Ведущая организация:

Банковско-финансовая академия Республики Узбекистан

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

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

Автореферат диссертации разослан «__»_____ 2020 года.

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

Н.Х. Жумаев

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

У.В. Гафуров

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

С.К. Худойкулов

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

ВВЕДЕНИЕ (аннотация диссертации доктора философии(PhD))

Актуальность и востребованность темы диссертации. Недавний мировой финансовый кризис вызвал резкое сокращение объема инвестиционного спроса на секьюритизированные инструменты на международных финансовых рынках. Однако успешное преодоление экономики и финансовой системы развитых стран от влияния кризисных процессов последних лет, внедрение новых видов эмиссионных средств секьюритизации в рамках совершенствования секьюритизации активов, в свою очередь, создало возможность для активизации этой практики. В частности, "в первом полугодии 2018 года общий объем первичных эмиссий, осуществленных в рамках секьюритизации иностранными государствами, увеличился на 11,2 процента по сравнению с соответствующим периодом 2017 года, и составил 1 трлн. 50 млрд. долл. США"²². В этой связи стоит отметить, что инновационные операции и действия, осуществляемые международными финансово-кредитными организациями в рамках секьюритизированных сделок, сегодня не в полной мере внедряются в финансовую систему стран, что еще более повышает необходимость и актуальность совершенствования данной сферы на международном уровне.

На сегодняшний день проводятся научно-исследовательские работы по таким приоритетным направлениям, как вопросы развития и совершенствования форм и методов секьюритизации активов коммерческих банков в международном масштабе – изучение деятельности мирового рынка секьюритизированных активов и их специфических характеристик; изучение современных деривативных видов секьюритизации активов в развитых странах и определение их эффективности; оценка влияния секьюритизации активов, предоставляемых ипотечными кредитами, на развитие рынка ценных бумаг; развитие практики секьюритизации активов, которые осуществляются не только в рамках развитых стран, таких как США, Великобритания, Франция, Нидерланды, Германия, Испания, Италия, Австрия, Япония и Канада, но и на уровне развивающихся стран, где только развиваются финансовые рынки.

В Республике Узбекистан одной из важных задач определено “быстрое продолжение реформ в банковской и финансовой системе, широкое внедрение современных рыночных структур”²³. В настоящее время неприменение практики секьюритизации активов в коммерческих банках вызывает целый ряд проблем, которые выражаются в следующем: неразвитость рынка ценных бумаг в стране, в результате чего, рынок в настоящее время не в состоянии выполнять свою функцию по распределению и перераспределению финансовых ресурсов; стагнация активности институциональных инвесторов на финансовом рынке, а также их неучастие на рынке ценных бумаг; практически полное отсутствие нормативных правовых актов по секьюритизации активов, не разработана

²² M.James, T.Schopfloch. Global Securitization On Pace For \$1 Trillion In 2018. «Standard and Poor’s Global Ratings» / GLOBAL STRUCTURED FINANCE RESEARCH. July 24, 2018.

²³ Обращение Президента Республики Узбекистан Шавката Мирзиёева Олий Мажлису. 28 декабря 2018 г. – www.uza.uz

система стимулирования их деятельности; низкий уровень возможности размещения на внутреннем и внешнем финансовых рынках ценных бумаг, выпущенных в обращение за счет секьюритизации активов; инфраструктура финансового рынка не достаточно развита, в частности, несформирован институт инвестиционного посредничества. Эти и другие проблемы и недостатки ставят на повестку дня необходимость проведения исследований, направленных на формирование теоретико-правовой базы секьюритизации активов и разработку практических аспектов, что определяет актуальность исследовательской работы.

Настоящее диссертационное исследование в определенной степени служит реализации задач, указанных в постановлениях и указах Президента Республики Узбекистан от 6 мая 2015 года ПП-2344 "О мерах по дальнейшему повышению финансовой устойчивости коммерческих банков и развитию их ресурсной базы", от 7 февраля 2017 года ПФ-4977 "О стратегии действий по дальнейшему развитию Республики Узбекистан", от 12 сентября 2017 года ПП-3270 "О мерах по дальнейшему развитию и повышению устойчивости банковской системы республики" и других нормативных документах, относящиеся к данной сфере.

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

Степень изученности проблемы. Концептуальные основы процесса секьюритизации активов коммерческих банков, его функции, формы и принципы изучены в научных работах ученых и специалистов зарубежных экономистов, таких как Л.Шварц, Х.Перис, Е.Хартвуд, Ж.Гилл, А.Андреас, Ж.Барт, Тонг Ли, С.Малаянди, Д.МакКартий, Л.Крапченко, Ж.Патти, Х.Бэр, П.Роуз, Ф.Фабоцци²⁴.

Исследование по экспериментальной оценке и моделированию организованных сделок секьюритизации нашло свое отражение в научных трудах ученых экономистов СНГ, таких, как Н.Александрова, В.Усоскин, А.Рачкевич, И.Алексеева, М.Суханов ва М.Тяжлов²⁵.

²⁴ Schwarcz L. The Alchemy of Asset Securitization: Stanford Journal of Law, Business & Finance (2004). P.136.; Peris H., Hartwood E. 2011 capital access index securitization in financing economic activities/Sangeetha Malaiyandi, Donald McCarthy, Triphon Phumiwasana and Glenn Yago. –New York: Milken Institute, 2011. –P. 65.; James Gill. Why Does Securitization Exist? – scientific article (on-line journal). p. 4.; Andreas (Andy) Jobst. What is structured finance? / Andreas Jobst // BIS Review. – 2011.- №20.-P.17.; James, R. Barth. Tong Li, Sangeetha Malaiyandi, Donald McCarthy: 2013 capital access index securitization in financing economic activities; Khrapchenko Lyudmilla (Alfa-Bank), Jimm Patti (Brown, Rowe&Maw LLP) "Alfa-Bank's DRP Securitization"; Бэр Х.П. Секьюритизация активов: секьюритизация финансовых активов – инновационная техника финансирования банков / Пер. с нем. Ю.А.Алексеева., О.М.Иванова. М.: Волтере Клувер, 2009.; Роуз П. Банковский менеджмент – пер. с англ. – М.: Дело; 1997. – С. 709.; Фабоцци Ф.Д. «Рынок облигаций: Анализ и стратегии» Фрэнк Дж.Фабоцци; Пер. с англ. – М.: Альпина Бизнес.

²⁵ Александрова Н.В. Понятие и виды секьюритизации // Финансы и кредит. 2007. № 5.; Усоскин В. Современный коммерческий банк: управление и операции. М.: 2010. –С.292.; Рачкевич А.Ю., Алексеева И.А. Секьюритизация: характерные признаки и определение // Деньги и кредит. 2008. № 8.; Суханов М.С. Все что нужно знать о секьюритизации активов банками / Суханов М.С., Богданов А.Е. // Бухгалтерия и банки. 2012. -

Некоторые аспекты практики секьюритизации активов исследованы отечественными учеными-экономистами, такими, как И.Бутиков, Н.Жумаев, Д.Гозибек, Н.Каримов, М.Ташходжаев, В.Котов, А.Ли, Х.Акромов, Н.Хусанов, У.Халиков, Л.Мурадова ва М.Мўминова²⁶.

В этой связи необходимо констатировать, что до настоящего времени в нашей стране не проводилась отдельная самостоятельная исследовательская работа по секьюритизации банковских активов. Тот факт, что исследования, проводимые названными выше учеными по исследованию некоторых аспектов секьюритизации активов коммерческих банков, ограничены только научно-теоретическими рамками, что не позволяет решить существующие в этой связи проблемы на основе эмпирического анализа данной практики. Это порождает необходимость разработки научно обоснованных и выраженных в практической результативности предложений и рекомендаций по совершенствованию методов, способов и средств секьюритизированных сделок.

Связь темы диссертации с научно-исследовательскими работами высшего учебного заведения, где выполнена диссертация. Диссертационное исследование включено в план научно-исследовательской работы Ташкентского государственного экономического университета и выполнено в рамках научно-исследовательской работы по теме ФМ-5 «Концептуальные направления и перспективы развития банковской и финансовой системы Узбекистана», рассчитанное на 2017-2021 годы.

Цель исследования заключается в разработке научно обоснованных предложений и рекомендаций, направленных на внедрение и развитие практики секьюритизации активов коммерческих банков.

Задачи исследования. Исходя из цели диссертации, поставлены следующие задачи:

предложение авторского подхода к секьюритизации активов коммерческих банков, основанный на исследовании теоретических и

№ 10. – С. 31-34.; Тяжлов М.Г. Практический опыт секьюритизации кредитов в РФ. – материалы Клуба банковских аналитиков. Секция Банковские инновации, 2012.

²⁶ Бутиков И.Л. Рынок ценных бумаг Узбекистана: проблемы формирования и развития. – Ташкент: Консадитинформ, 2008.; Жумаев Н.Х. Ўзбекистонда валюта муносабатларини тартибга солиш методологиясини такомиллаштириш: и.ф.д. илмий даражасини олиш учун ёзилган диссертация автореферати. – Тошкент, 2008. – 37 б.; Гозибек Д.Ф. Инвестицияларни молиялаштириш муаммолари. и.ф.д. илмий даражасини олиш учун ёзилган диссертация автореферати –Т., 2002. –41б.; Каримов Н.Г., Ташходжаев М.М. Prospects of development of securitization of banking assets in Uzbekistan. / Austrian Journal of Humanities and Social Sciences № 9–10. 2016. September–October. –р. 72.; Котов В.А. Организация рынка ценных бумаг. – Т.: Молия, 2007. – 23 с.; Ли А.А. Международный опыт развития муниципальных ценных бумаг и его применение в условиях Узбекистана: автореферат дисс... к.э.н. – Ташкент, 2002. – 20 с.; Акромов Х.М. Ўзбекистон Республикаси қимматли қоғозлар бозорининг ривожланишига макроиктисодий сиёсатнинг таъсири: и.ф.н. илмий даражасини олиш учун ёзилган диссертация автореферати. – Тошкент, 2010. – 22 б.; Хусанов Н.Ж. Развитие фондового рынка Республики Узбекистан на современном этапе // Материалы международной научно-практической конференции «Пятнадцатые международные Плехановские чтения». – М.: 2002. – С.116-118.; Халиков У.Р. Ўзбекистонда фонд бозори орқали инвестицион фаолиятни молиялаштиришни такомиллаштириш: PhD илмий даражасини олиш учун ёзилган диссертация автореферати. – Тошкент, 2017. – 55 б.; Мурадова Л.Ф. Ўзбекистон иқтисодиётини модернизациялаш шароитида тижорат банклари активлари даромадлилигини ошириш йўллари: PhD илмий даражасини олиш учун ёзилган диссертация автореферати. – Т., 2018. – 56 б.; Мўминова М.Б. Тижорат банклари актив операцияларини бошқариш стратегиясини такомиллаштириш: PhD илмий даражасини олиш учун ёзилган диссертация автореферати. – Т., 2018. 57 б.

концептуальных их аспектов;

исследование практики секьюритизации активов коммерческих банков как механизма управления кредитным риском;

анализ возможностей внедрения секьюритизации активов в коммерческих банках страны;

выявление существующих проблем внедрения секьюритизации активов в банковской системе Республики Узбекистан;

определение специфических аспектов секьюритизации активов коммерческих банков в зарубежных странах на основе проведенного исследования;

разработка перспективных направлений внедрения практики секьюритизации активов в Узбекистане.

Объект исследования. В качестве объекта исследования выбраны деятельность по секьюритизации активов коммерческих банков.

Предметом исследования являются экономические отношения, возникающих в процессе секьюритизации активов коммерческих банков.

Методы исследования. В диссертации использованы такие методы исследования как системный подход, анализ и синтез, функциональный и сравнительный анализ, группировка, индукция и дедукция, прогнозирование, логическое завершение понимания экономических процессов, сравнение статистических данных и др.

Научная новизна исследования заключается в следующем:

в рамках секьюритизации активов разработана «схема сбалансированной сделки секьюритизации банковских активов», которая включает долговые отношения между банком-оригинатором, заемщиком и инвесторами;

обосновано, что в банковской системе Узбекистана эмитированные финансовые деривативы, выпускаемые в рамках секьюритизации активов, являются инструментами, позволяющими передавать кредитный риск другому лицу;

разработан структурный механизм процесса секьюритизации, который проявляется в отношениях между субъектами, имеющими единую целевую направленность в процессе секьюритизации банковских активов;

на основе международного опыта предложена группа эмиссии деривативов, которая используется в качестве эффективного инструмента использования финансовых инноваций для более устойчивого развития финансово-банковской системы.

Практические результаты исследования состоят в следующем:

определен состав факторов, определяющих необходимость совершенствования схем секьюритизации коммерческими банками, с учетом того, что наша страна недостаточно адаптирована к конъюнктуре финансового рынка и что ресурсы для инвестирования в местную экономику крайне ограничены;

разработаны предложения по совершенствованию нормативно-правовой базы по выпуску в обращение ценных бумаг применительно к активам

коммерческих банков, в частности по принятию закона «О секьюритизации активов»;

научно обоснованы направления совершенствования форм и методов секьюритизации банковских активов, основанные на «сквозном» (look-through) подходе и предусматривающие детальный анализ качественных изменений секьюритизируемых активов с целью их оптимизации.

Достоверность результатов исследования. Достоверность научных результатов, полученные в диссертационном исследовании, определяется целесообразностью методологических подходов и методов, которые были применены в работе, а также тем, что информационная база получена от официальных источников, а заключения, предложения и рекомендации внедрены на практике, кроме этого полученные результаты по развитию деятельности секьюритизации банковских активов одобрены коммерческими банками.

Научная и практическая значимость результатов исследования. Научная значимость результатов исследования выражается в возможности использования их при формировании научно-практических представлений об особенностях секьюритизации активов коммерческих банков в процессе модернизации экономики, а также при совершенствовании концептуальных основ этой сферы. Теоретические результаты, достигнутые в научно-исследовательской работе, могут быть использованы при подготовке учебно-методических материалов по таким дисциплинам, как «Банковское дело», «Операции коммерческих банков с ценными бумагами», «Управление ресурсами коммерческих банков» в высших учебных заведениях и научных центрах республики. Практическая значимость полученных результатов выражается в том, что разработанные научные предложения и практические рекомендации могут быть использованы при разработке комплекса мероприятий по внедрению практики секьюритизации в коммерческих банках.

Внедрение результатов исследования. На основе научных предложений, разработанные по внедрению и развитию практики секьюритизации активов коммерческих банков, внедрены:

схема формирования сделки, включающая процесс предоставления кредитов заемщикам, выпуска и размещения ценных бумаг, обеспеченные будущими поступлениями по кредитам, осуществления платежей по ценным бумагам, принятым инвесторами, выплачивания части процентов и основной суммы задолженности, начисленной заемщиком по кредиту, выплачивания купонного дохода и частичного компенсирования номинальной стоимости ценных бумаг, предоставления инвестору необходимых прав по кредитам в случаях, когда банк является банкротом, внедрена в практику акционерно-коммерческого банка «Туронбанк» (справка акционерно-коммерческого банка «Туронбанк» от 4 ноября 2019 года № 11/03-451). В результате появилась возможность разработать методологическую базу для гарантирования первоочередных требований владельца облигации по отношению к активам в период банкротства эмитента;

предложение по внедрению современных финансовых механизмов

передачи кредитного риска другому лицу на основе финансовых дериватив, эмитированных в рамках секьюритизации активов, и типологии методологии управления кредитными рисками (справка акционерно-коммерческого банка «Туронбанк» от 4 ноября 2019 года № 11/03-451). В результате на основе изучения взаимно схожих характеристик кредитных дериватив и секьюритизации банковских активов появилась возможность более глубоко интерпретировать типологию инструментов управления, предложенных Базельским комитетом по банковскому надзору;

предложение по установлению взаимоотношения между субъектами, имеющими единое целевое направление, в процессе секьюритизации банковских активов на основе структурного механизма процесса секьюритизации (справка акционерно-коммерческого банка «Туронбанк» от 4 ноября 2019 года № 11/03-451). В результате налажена практика секьюритизации на базе группы участников комплекса, которая имеет общую цель, связанную с секьюритизацией банковских активов;

предложение по формированию эффективных механизмов по использованию финансовых инноваций для более устойчивого развития финансово-банковской системы, основанного на международном опыте нашей страны, обеспечению прозрачности информации о них и формированию эффективной основы ее регулирования (справка Государственного агентства по управлению активами Республики Узбекистан от 30 декабря 2019 года № 1761/03-28). В результате были разработаны и реализованы мероприятия, направленные на обеспечение эффективности и прозрачности деятельности коммерческих банков с государственным участием в республике.

Апробация результатов исследования. Результаты данного исследования обсуждены на 12 научно-практических конференциях, в том числе на 9 республиканских и 3 международных.

Опубликованность результатов исследования. Всего по теме диссертации опубликовано 19 научных работ, в том числе 7 научных статей, из которых 4 опубликованы в республиканских и 3 - в зарубежных журналах, рекомендованных к публикации основных научных результатов докторских диссертаций Высшей аттестационной комиссией Республики Узбекистан.

Структура и объём диссертации. Структура диссертации состоит из введения, трех глав, заключения и списка использованной литературы. Общий объем диссертации составляет 160 страниц.

ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ ДИССЕРТАЦИИ

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

В первой главе диссертации «**Научно-теоретические основы секьюритизации банковских активов**» исследуются теоретические подходы к секьюритизации банковских активов. В ходе исследования в полной мере раскрыта экономическая сущность понятий «секьюритизация активов» и «секьюритизация банковских активов».

Развитие практики секьюритизации активов требует использования современных источников финансирования на основе повышения привлекательности инструментов фондового рынка. Это, в свою очередь, ставит на повестку дня формирование эффективной системы управления рисками, связанными с финансовыми практиками.

В работе рассмотрены определения понятия «секьюритизация активов», которое считается одним из современных терминов, используемых в современной литературе.

Здесь также уместно определение П. С. Роуза «секьюритизация - это процесс преобразования неликвидных долгов в ликвидные активы»²⁷.

Также Н.В.Александрова применительно к практике секьюритизации активов дает следующее определение «инновационный метод финансирования, состоящий из этапов перевода определенных активов, имеющих у инициатора секьюритизации, с инициативного баланса инициатора, эмиссии ценных бумаг при поставке этих активов и преобразования их на дифференцированные финансовые активы»²⁸.

Всесторонне исследовав вышеприведенные определения, мы сформулировали следующее авторское определение: «*секьюритизация банковских активов - это операции, направленные на привлечение ресурсов на основе эмиссии ценных бумаг, обеспеченных кредитными требованиями, находящимися на балансе банка*».

Кредитная организация одновременно осуществляет процесс выпуска облигаций, гарантирующий первоочередные требования ее владельца по отношению к активам, во время банкротства эмитента (рис.1).

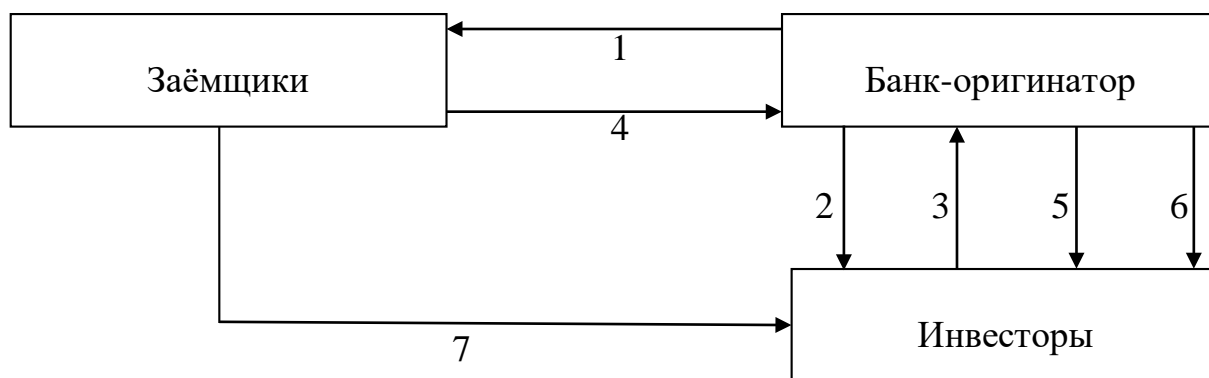


Рис.1. Сбалансированная сделка секьюритизации банковских активов²⁹

²⁷ Роуз П. Банковский менеджмент – пер. с англ. – М.: Дело; 1997. – С. 709.

²⁸ Александрова Н.В. Понятие и виды секьюритизации // Финансы и кредит. 2007. № 5.

²⁹ Сформировано автором.

где:

1. Предоставление кредитов заемщикам 2. Выпуск и размещение ценных бумаг, обеспеченных будущими поступлениями по кредитам 3. Осуществление платежей по ценным бумагам, принятыми инвесторами. 4. Проценты, начисленные заемщиком по кредиту, и уплата части основного долга. 5. Выплата купонного дохода и частичное возмещение номинальной стоимости ценных бумаг. 6. Предоставление инвесторам права требования займов в случаях, когда банк является банкротом. 7. Получение заемных средств на основании права требования по кредитам инвестора.

Следует отметить, что только при наличии трех характеристик, перечисленных выше, можно определить финансовую операцию, такую как секьюритизация активов. Отсутствие одной из этих классификаций или полное несоответствие сделки указанным выше классификациям вряд ли позволит применить термин «секьюритизация активов».

Следует отметить, что данная сделка не может быть включена в метод секьюритизации активов, так как активы остаются на балансе ипотечного банка, эмитирующих заклады. Нераспределенные риски, резерв на выпуск бумаг является собственностью кредитной организации. В дальнейшем заклады, которые выпускаются, будут обслуживаться не только через поток платежей по активам, но и через финансовые потоки всей кредитной организации. По перечисленным причинам, американскую практику выпуска ипотечных облигаций (Mortgage – Backed Bonds) мы не можем классифицировать как секьюритизацию активов. Следует отметить, что секьюритизация банковских активов в классическом понимании - это, без сомнения, секьюритизация несбалансированных банковских активов с помощью выпуска ценных бумаг. Для того, чтобы четко разграничить предмет исследования, необходимо дать характеристику классификациям понятия секьюритизации активов, используемым в различных источниках литературы (рис.2).

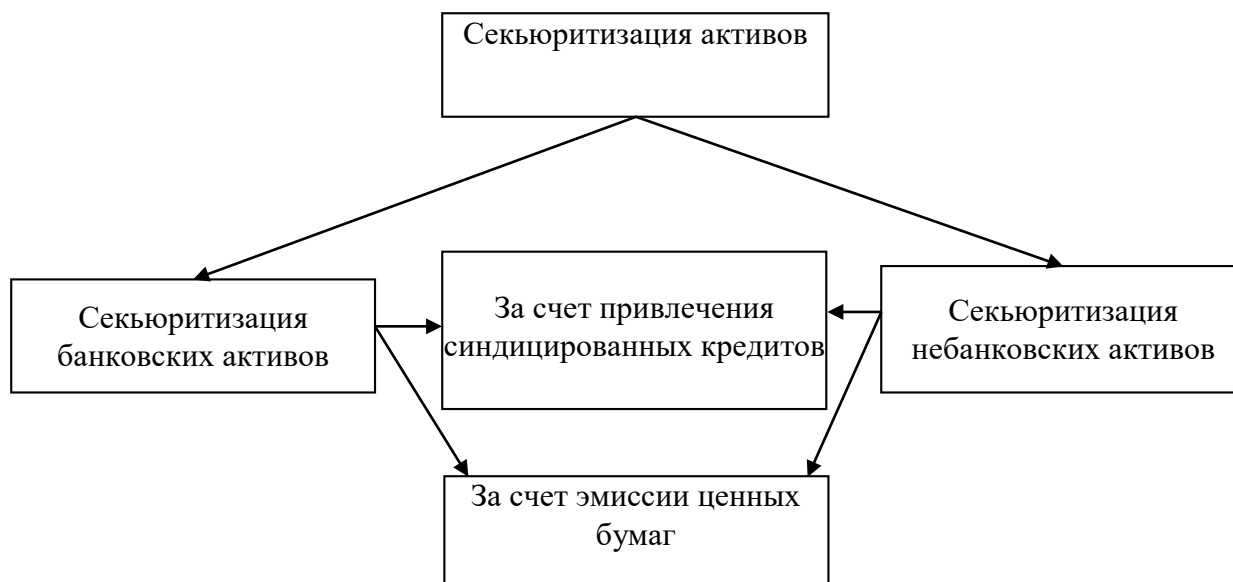


Рис. 2. Классификация понятия секьюритизации активов³⁰

³⁰ Разработано автором.

Данный рисунок наглядно показывает ситуацию между секьюритизации банковских активов и вариантами осуществления других возможных операций секьюритизации. Следует отметить, что здесь можно найти различные модели как синтетических, так и традиционных сделок. Секьюритизация небанковских активов может осуществляться как путем привлечения финансирования из банковских кредитов, так и с фондовых рынков.

Стоит отметить, что в последние годы секьюритизация подверглась резкой критике со стороны экономистов различных стран. Это негативно сказалось на популярности и престиже данного финансового инструмента. В результате кризиса инвестиционный рынок долгое время находился в «застойном» состоянии. Сегодня секьюритизация активов оказывает положительное влияние на экономику быстро развивающихся стран. Успешное применение секьюритизации позволит снизить географическое и региональное расслоение в сфере доступа к фондам за счет объединения региональных банков с национальными и глобальными инвестиционными рынками.

При рассмотрении инструментов снижения уровня кредитного риска отдельно следует рассматривать инновационные средства, то есть секьюритизацию активов и производных финансовых инструментов, находящихся в обращении на внебиржевом рынке. Ученый-экономист Сьюзен Биес в своем исследовании подчеркивает ведущую роль структурных финансовых инструментов как движущей силы развития инновационных финансовых отношений³¹.

Эта специфическая особенность предполагает необходимость введения инструментов секьюритизации активов в отдельную сеть и обуздать уровень кредитного риска, таких как кредитные деривативы. В ходе исследования была проведена детальная разбивка классических финансовых инструментов, проанализированы структуризированные финансовые средства и процессы структурного финансирования. В широком смысле «структурное финансирование» проявляется как процесс привлечения финансовых ресурсов, в ходе анализа выявлено, что качество кредита выпущенных долговых инструментов связано с качеством кредита эмитента. На наш взгляд, необходимо включить в состав структурных финансовых инструментов часть механизма передачи кредитного риска другому лицу. Уточнив данное условие, мы пришли к выводу, что секьюритизация и кредитные деривативы входят в эти механизмы (Рис.3).

Актуальным является исследование приведенных выше данных по структурным финансовым инструментам в разрезе двух основных причин. Первый имеет особенность влиять на кредитный риск, который связан с секьюритизацией и цельностью кредитных дериватив, как средства, опирающиеся на общих типологических основах. Изучение второго аспекта позволяет определить понятия «структурные финансовые институты» и

³¹ Bies S. Strengthening compliance through effective corporate governance. Remarks at the annual regulatory compliance conference. 11.06.2012.

«секьюритизация», а также выделить в качестве отдельного понятия «механизм передачи кредитного риска другому лицу».



Рис.3. Классификация современной финансовой отчетности о передаче кредитного риска другому лицу³²

На основе изучения взаимно схожих характеристик возникающих кредитных дериватив и секьюритизации банковских активов, необходимо, на наш взгляд, рассмотреть второй вид инструментов сдерживания уровня кредитного риска - тип финансовых инструментов, таким образом можно будет дать более глубокое объяснение типологии инструментов управления, предложенной Базельским комитетом.

При разработке процедуры секьюритизации активов мы опирались на принципы Базель II по банковскому надзору и исследования Гюнтера Фонбаера. На рисунке 4 представлены основные участники секьюритизации.

Ниже приведем описание каждому участнику возникающих взаимоотношений.³³

³² Разработано автором.

³³ The international comparative legal guide to securitization 2005 / Global Legal Group Ltd. – London: William Clowes Ltd., 2011.

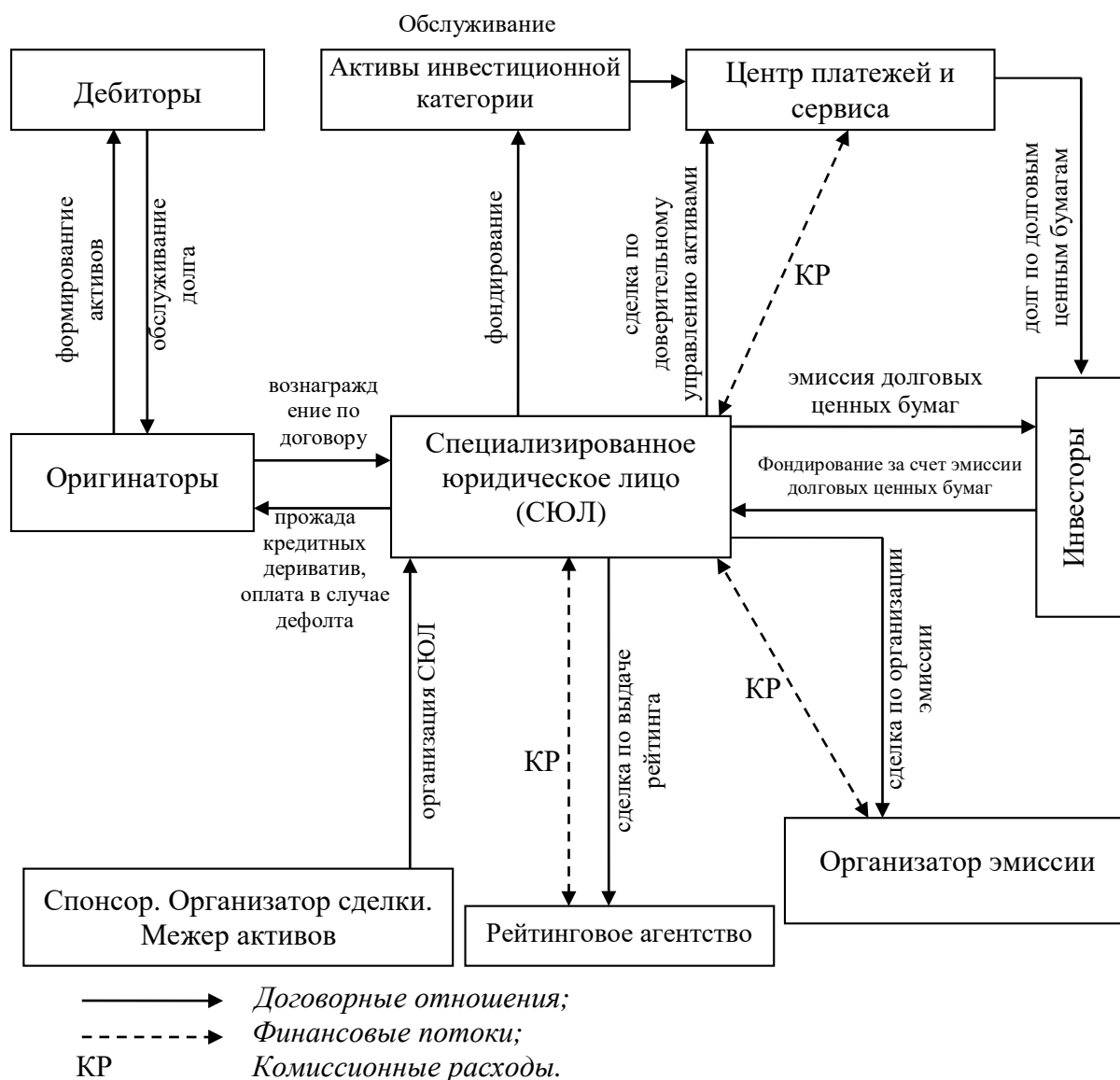


Рис.4. Структурная модель процесса секьюритизации³⁴

Инициатор (originator) – это юридическое лицо, которое формирует активы. Нередко эту роль играют и коммерческие банки с финансовыми активами. В основном коммерческие банки участвуют в качестве инициаторов секьюритизации ипотечных кредитов.

Дебиторы (debtors) являются юридические или физические лица, вступившие в отношения с инициатором, в связи с которыми возникают финансовые обязательства перед инициатором.

Во второй главе диссертации «**Внедрение секьюритизации активов в банковскую систему Узбекистана: практика, проблемы и возможности**» проанализированы возможности внедрения секьюритизации активов в коммерческих банках.

В настоящее время единственным документом, разрешающим секьюритизацию активов в нашей стране, является «Правила эмиссии ценных

³⁴ Разработано автором.

бумаг и государственной регистрации эмиссии ценных бумаг», утвержденный приказом генерального директора Центра координации и контроля деятельности рынка ценных бумаг при Госкомимущество Республики Узбекистан от 16 июля 2009 года № 2009-40, в котором установлено, что допускается выпуск долговых ценных бумаг в форме облигаций при предоставлении займов и иных активов, выпущенных банком. Согласно этому документу, возможна секьюритизация активов коммерческих банков. Но сегодня, на наш взгляд, этого документа недостаточно для внедрения и развития секьюритизации активов в нашей стране. Это требует совершенствования нормативно-правовой базы.

Сегодня объем активов коммерческих банков в нашей стране стремительно растет. В частности, общий объем активов коммерческих банков увеличился на 28,7 процента по сравнению с соответствующим периодом 2018 года и составил на 1 января 2019 года 214,4 трлн. сум. Можно наблюдать значительное увеличение доли кредитов в структуре банковских активов в 2018 году (рис.5).

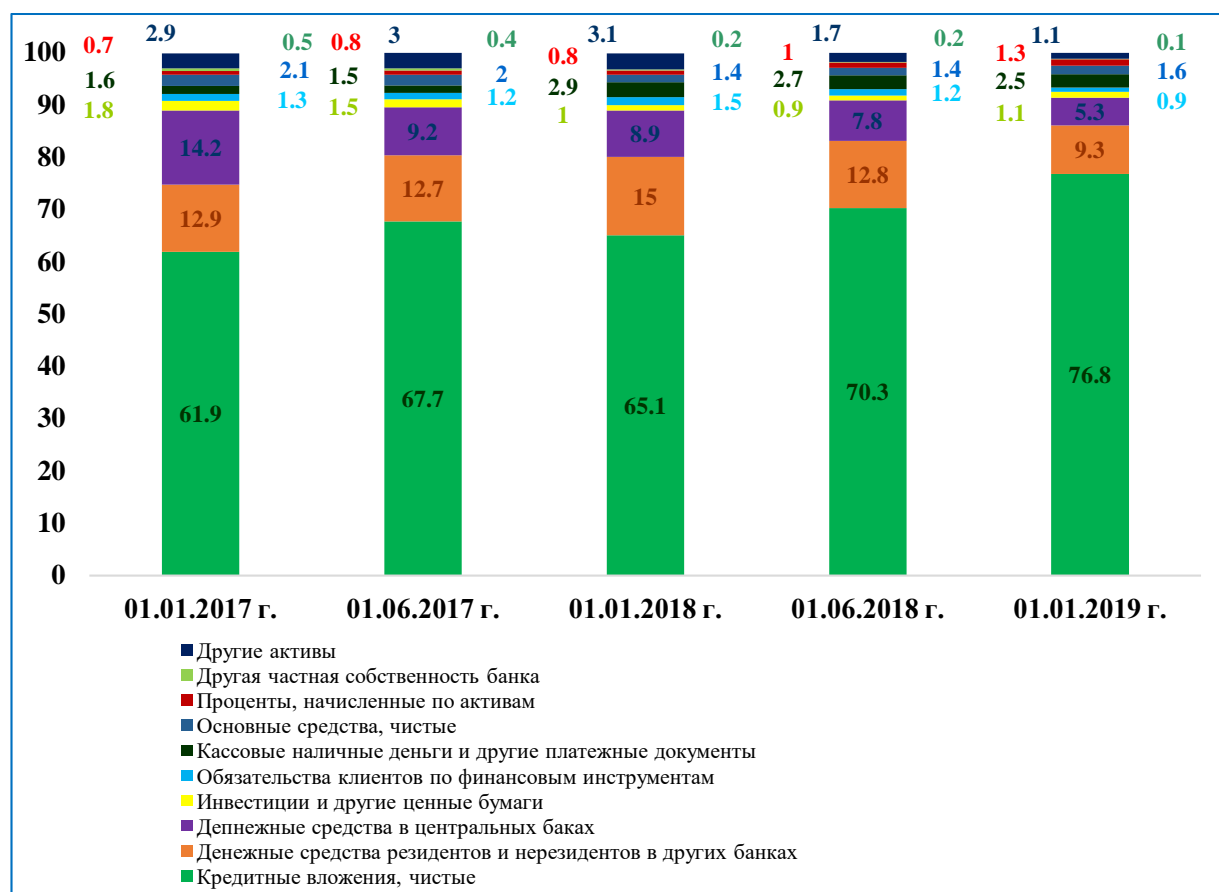


Рис.5. Структура активов коммерческих банков на 2017-2018 годы, в процентах³⁵

Как видно из рис.5, доля общего кредита, выделенного коммерческими банками, в объеме общих активов банковской системы Республики Узбекистан

³⁵ Разработано автором на основе данных официального веб сайта Центрального банка Республики Узбекистан (www.cbu.uz)

увеличилась с 61,9 процента на 1 января 2017 г. до 76,8 процента по состоянию на 1 января 2019 года. При этом, особое внимание следует обратить на стремительный рост объема кредитов, выделенных коммерческими банками во второй половине 2018 года.

Стоит отметить, что в 2018-2019 годах произошли существенные изменения в структуре кредитного портфеля коммерческих банков. В частности, темпы роста остатка кредитов в национальной валюте почти в 2 раза снизились по отношению к 16,7 процентному показателю, и составили 8,6 процента, в то время как стремительными темпами выросли валютные кредиты. Если эти тенденции в структуре кредитного портфеля позволяют предотвратить текущее давление на темпы инфляции и ситуацию на валютном рынке, то повышается вероятность того, что эти риски возникнут в более поздние периоды (в среднесрочной и долгосрочной перспективе). На рис. 6 показана доля кредитных депозитов коммерческих банков в разрезе секторов.

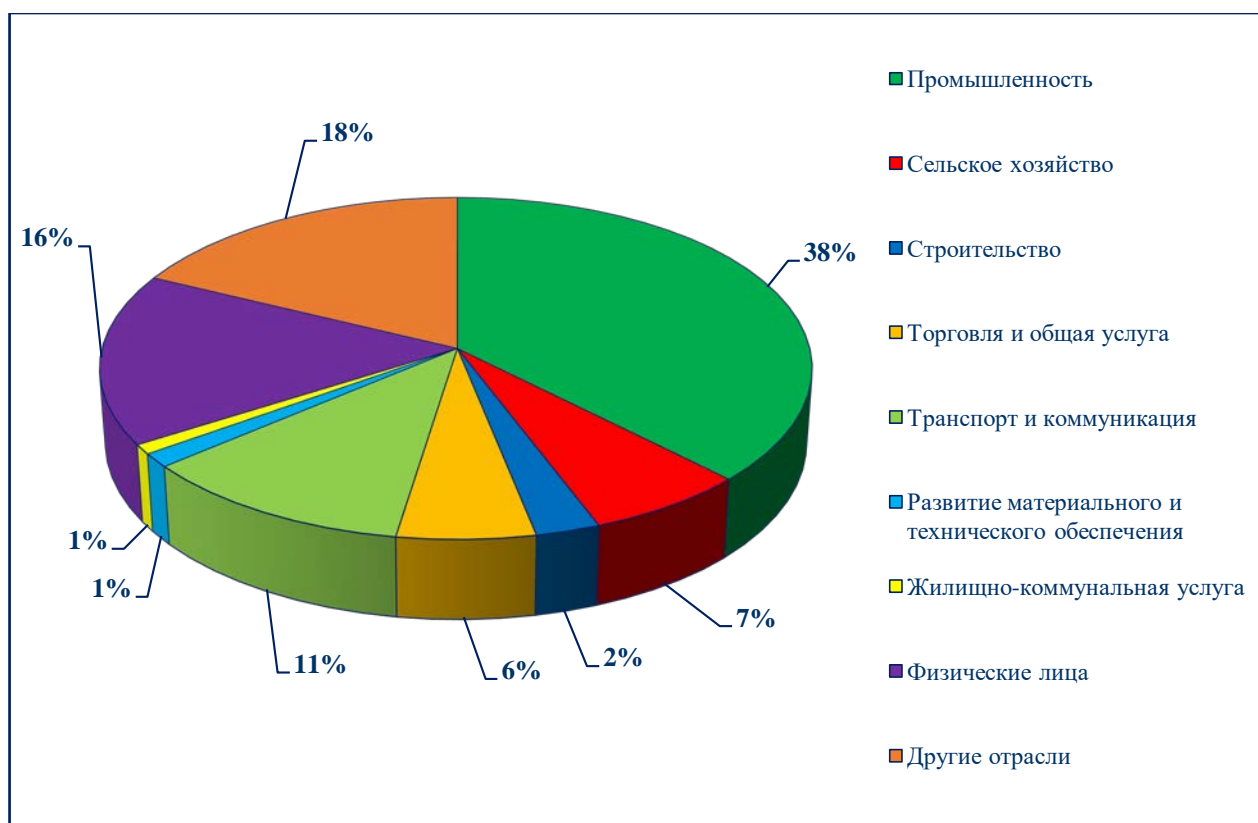


Рис.6. Доля кредитных депозитов коммерческих банков в разрезе отраслей (по состоянию на 1 сентября 2019 года, в процентах)³⁶

Объем кредитных депозитов коммерческих банков по состоянию на 1 сентября 2019 года составил 229,8 трлн. сум. Как видно из данных рис. 6, 38 процентов кредитных депозитов, выделенных коммерческими банками, направлены в промышленную сферу (86,1 трлн. сум), а 11 процентов от общего объема кредитов в сферу транспорта и связи (25,6 трлн. сум).

³⁶ Разработано автором на основе данных официального веб сайта Центрального банка Республики Узбекистан (www.cbu.uz)

Долгосрочные негативные последствия мирового финансового кризиса наглядно продемонстрировали наличие ряда системных недостатков и недочетов в деятельности крупного рынка капитала. Политика регулирования недальновидного финансового рынка, чрезмерно оптимистичный подход к рыночному риску, слабая диверсификация финансовых инструментов, слабый государственный контроль над рынком капитала, высокий уровень асимметрии рынка и концентрация капитала лишь на немногих рынках доказали на практике необходимость радикальных изменений в архитектуре мирового рынка капитала.

Учитывая тот факт, что практика секьюритизации банковских активов была широко внедрена преимущественно в развитых и быстро развивающихся странах, для оценки влияния секьюритизации на объем инвестиций в странах с высокой концентрацией капитала были отобраны США и 28 государств-членов Европейского Союза, по которым собраны данные и сформированы набор панельных данных, предназначенных для многопараметрового эконометрического моделирования.

Эконометрическое выражение модели выглядит следующим образом:

$$INV_{i,t} = \alpha INV_{i,t-1} + \beta_1 SEC_{i,t} + \beta_2 BAS_{i,t} + \beta_3 BSI_{i,t} + \beta_4 GFC_{i,t} + \beta_5 GDP_{i,t} + \eta_i + \varepsilon_{i,t}$$

Где, $INV_{i,t}$ – объем инвестиций в страну i в период t , $SEC_{i,t}$ – объем секьюритизации банковских активов в стране i в период t , $BAS_{i,t}$ – объем банковских активов в стране i в период t , $BSI_{i,t}$ – синдицированный показатель устойчивости банковской системы в стране i в период t , $GFC_{i,t}$ – вспомогательный показатель, отражающий влияние мирового финансового кризиса на экономику страны i в период t (*dummy variable*), $GDP_{i,t}$ – объем валового внутреннего продукта в стране i в период t . Следует отметить, что GFC (показатель, отражающий влияние мирового финансового кризиса на исследуемые страны) является вспомогательным показателем, который позволяет определить влияние кризиса примитивным способом, установив отдельно период, в течение которого наблюдается влияние мирового финансового кризиса на экономику каждой страны. Для периода, когда ощущается воздействие кризиса, коэффициент равен 1, а для периода, когда воздействие кризиса не ощущается - 0.

При эконометрическом моделировании проделан анализ квартальных данных по каждой стране за период 2000-2017 гг. Количество наблюдений составило 20400 тысяч периодов. Методология эконометрических исследований была разработана с помощью "обобщенного метода моментов" (Generalized Method Moments – далее GMM) двухступенчатого метода наименьших квадратов (Two Step Least Squares - далее 2SLS).

На начальном этапе эконометрического анализа проведен первичный анализ панельных данных с использованием общего описательного статистического тестирования переменной (табл. 1).

Таблица 1

Описательные статистические показатели

	INV	SEC	BAS	BSI	GFC	GDP
Средняя	2363.512	1261.148	16826.45	14.88664	0.254902	11257.11
Медиана	2809.960	1190.923	8827.495	14.19110	0.000000	13807.94
Максимум	4418.030	5455.288	85191.80	20.90000	1.000000	19485.40
Минимум	362.6572	0.000000	795.1610	12.10000	0.000000	1763.125
Стандартное отклонение	1302.578	1160.082	22641.78	2.381195	0.440143	6298.920
Асиммет. коэффициент	-0.354616	1.410610	1.989310	1.056718	1.124803	-0.345698
Экссесс коэффициент	1.575422	5.438992	5.901372	2.979903	2.265182	1.482274
Харке-Бера	5.381419	29.55443	51.52568	9.492409	11.90146	5.910734
Вероятность	0.067833	0.000000	0.000000	0.008685	0.002604	0.052060
Валовая стоимость	120539.1	64318.56	858148.7	759.2187	13.00000	574112.5
Совокупность квадратных остатков	84835469	67289455	2.56E+10	283.5045	9.686275	1.98E+09
¹⁰						
Количество наблюдений	20400	20400	20400	20400	20400	20400

Результаты описательной статистики показали, что показатели, сконцентрированные в панельных данных, распределены нормально по интервалам периода, интервал достоверности находится ниже 10-процентного предела, коэффициенты асимметрии и эксцесса выполняют условие необходимости.

В целях определения корреляции между свободной и связанной переменной проведен тест единичного корня Лин-Левина-Чу:

Таблица 2

Тест единичного корня Лин-Левина-Чу

Переменная	t-статистика	Вероятность**
INV	-2.771	0.0011
SEC	-1.698	0.0064
BAS	-0.207	0.0119
BSI	-1.582	0.0423
GFC	-0.118	0.0094
GDP	-2.813	0.0063

Результаты теста единичного корня Лин-Левина-Чу показали, что все переменные являются стационарными, что подтверждает возможность продолжения анализа.

После обоснования стационарности был проведен основной эконометрический анализ. С помощью программы EWIEVS 10.0 был проведен тест GMM для набора динамических панельных данных (табл.3).

В целях проверки достоверности полученных результатов проведены тесты Саргана и Хансена. Эти тесты предназначены для проверки наличия чрезмерных ограничений в результате, полученном из основного теста GMM.

Проведенный тест Саргана показал нормальные результаты, полученных из значения J , а тест Ксансена – из значения p .

Таблица 3

Результаты теста GMM

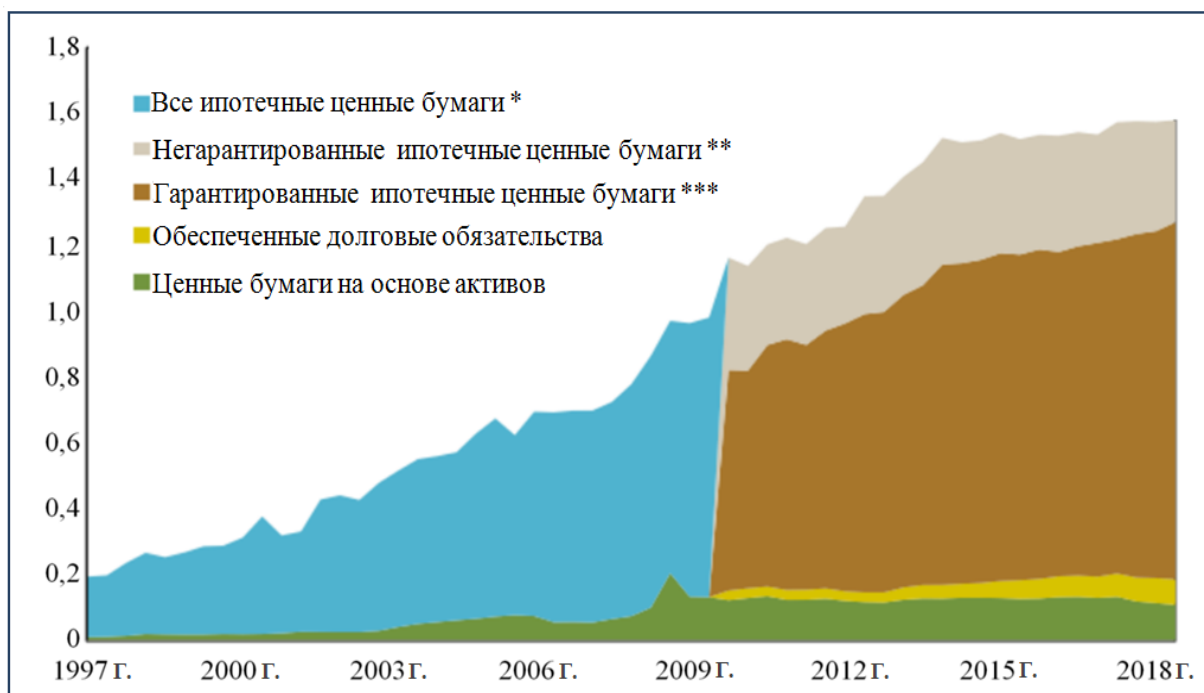
Переменные	Основная модель	Модель 1	Модель 2	Модель 3
INV (-1)	0.4181*** (0.1072)	0.4094*** (0.1001)	0.4132*** (0.0112)	0.4209*** (0.0143)
SEC	0.1612* (0.1031)	0.1183* (0.0992)	0.1389 (0.1176)	0.1578* (0.1012)
BAS	0.0666* (0.0578)	0.0623 (0.0557)	0.0651** (0.0565)	0.0610*** (0.0529)
BSI	0.0498** (0.0411)	0.0447 (0.0403)	0.0421** (0.0397)	0.0433 (0.0402)
GFC	-0.0263*** (0.0074)	-0.0236*** (0.0083)	-0.0248*** (0.0078)	-0.0266*** (0.0069)
GDP	0.0123* (0.0112)	0.0128** (0.0129)	0.0121 (0.0122)	0.0199* (0.0101)
Тест Саргана (J) [значение p]	61.2863 [0.4900]	62.6542 [0.4500]	64.5269 [0.4600]	57.4122 [0.4300]
Тест Ареллано-Бонда AR1 [значение p]	-6.94 [0.0000]	-10.41 [0.0000]	-8.56 [0.0000]	-12.93 [0.0000]
Тест Ареллано-Бонда AR2 [значение p]	0.614 [0.358]	1.026 [0.078]	0.407 [0.852]	0.049 [0.088]

В заключении следует отметить, что секьюритизация банковских активов и увеличение объема банковских активов, а также укрепление показателей устойчивости банковской системы в исследуемых странах стимулируют приток инвестиций в экономику.

Третья глава диссертационной работы называется «Перспективы развития практики секьюритизации активов в Узбекистане», в этой главе изучается опыт зарубежных стран по секьюритизации активов коммерческих банков. Кроме того, разработаны приоритетные направления развития практики секьюритизации активов в Узбекистане.

Несмотря на увеличение доли коммерческих банков в реализации секьюритизации, доля ипотечных ценных бумаг в секьюритизации в 2018 году составила 19,5 процента. Процесс секьюритизации осуществляется в основном правительством в лице ведущих агентств. В частности, в качестве агентства, которое проводит эмиссию обеспеченных ипотечных ценных бумаг под гарантию правительства, можно назвать «Федеральную национальную ипотечную ассоциацию». Также 12,5% секьюритизации составляют ценные бумаги, которые обеспечиваются активами (ABS), к которым относятся обеспеченные долговые обязательства (CDO). Кроме того, 8,9% приходится на долю CMBS (обеспеченные коммерческие ипотечные кредиты) и RMBS (обеспеченные жилищные ипотечные кредиты). Доля других видов

секьюритизации без участия правительственных агентств равна 10,9 процента (рис7).



* – (** + ***).

** – частные ценные бумаги, основанных на обеспечении ипотечных кредитов, находящиеся под гарантией банков «Fannie Mae», «Freddie Mac» и «Federal Home Loan Bank».

*** – Облигации и векселя, эмиссия которых проведена банками «Fannie Mae», «Freddie Mac» ва «Federal Home Loan Bank» на основе правительственных гарантий.

Рис.7. Объем вторичной эмиссии, произведенной в рамках секьюритизации в США, вид ценных бумаг, трлн. долл.США³⁷

Как видно из данных рис.7, в период до 2009 года для целей процедуры секьюритизации была использована эмиссия всех видов ипотечных ценных бумаг, начиная именно с 2009 года правительство США объявило, что облигации и векселя, выпущенные «Fannie Mae», «Freddie Mac» и «Federal Home Loan Bank», находятся под государственной гарантией. Также к 2009 году резко возрос объем «обеспеченных долговых обязательств», находящихся под государственной гарантией.

Теперь давайте подробно остановимся на «ценных бумагах, обеспеченных активами» – (ABS) и его структуре, которая в 2018 году имела долю в 12,5 процента от общей секьюритизации США (рис. 8).

По итогам 2018 года американские банки осуществили секьюритизацию на основе «ценных бумагах, обеспеченных активами» – (ABS) на общую сумму 88,9 млрд.долл.США. При этом структура ABS сформировалась следующим

³⁷ Разработано на основе данных официального интернет сайта <https://www.sifma.org>.

образом: автокредиты – 15,9 млрд.долл.США.; коммерческие и промышленные кредиты - 5,2 млрд. долл.США; кредитные карты - 21,4 млрд. долл.США; кредиты на улучшение жилищных условий - 1,4 млрд. долл.США; потребительские кредиты - 37,5 млрд. долл.США; прочие кредиты с активами - 7,5 млрд. долл.США.

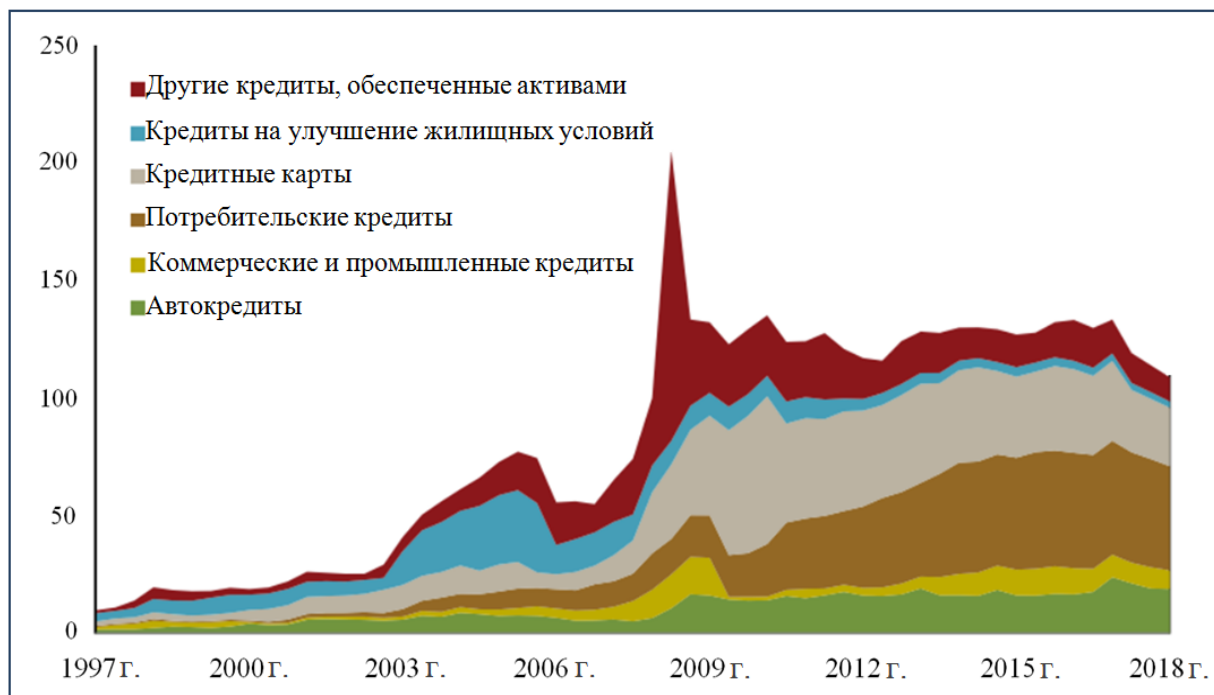


Рис.8. Структура «ценных бумагах, обеспеченных активами» – (ABS) при секьюритизации³⁸

Если обратить внимание на анализ, то объем ABS в 2018 году по сравнению с 2017 годом снизился на 21,7 процента. При этом уровень сокращения структурно распределится следующим образом: кредиты на улучшение жилищных условий – снизились на 51,2 процента; коммерческие и промышленные кредиты – на 42,2 процента; прочие кредиты, обеспеченные активами – на 33,9 процента. Тенденция снижения объема «ценных бумаг, обеспеченных активами» - (ABS), произошло именно в результате негативного воздействия незаконной секьюритизации, которая проводилась на основе этого инструмента.

Выпуск покрытых облигаций в Европе привел к качественно новому уровню секьюритизации, что, в свою очередь, привело к введению эмиссии «обеспеченных кредитных облигаций (Collateralized Loan Obligation, CLO). В настоящее время западноевропейские страны и США также активно используют «обеспеченные долговые обязательства» (Collateralized Debt Obligation, CDO). Эти операции осуществляются также с целью перевода инвестиционной особенности в вид ценных бумаг, на которые спрос невелик. «Обеспеченные долговые обязательства» - это выгодное корпоративное долговое обязательство для инвесторов, расширяющее их спектр возможностей.

³⁸ Разработано на основе данных официального интернет сайта <https://www.sifma.org>.

Такой механизм позволяет реконструировать поток платежей, генерируемых в результате существующих долговых обязательств³⁹.

Объем «обеспеченной жилищной ипотеки» (RMBS) в Великобритании в 2018 году увеличился на 6,1 млрд.евро. Также объем роста в 2018 году составил 3,5 млрд евро в объеме общеевропейских «обеспеченных кредитных обязательств» (CLO) и 1,6 млрд.евро в объеме «обеспеченных автокредитов» Германии. Общий объем финансовых инструментов составил: «обеспеченная жилищная ипотека» (RMBS) Великобритании - 20,1 млрд. евро, 39 процентов по сравнению с общим объемом; общеевропейские «обеспеченные кредитные обязательства» (CLO) – 13,7 млрд. евро, 22 процента по сравнению с общим объемом; «обеспеченные автокредиты» Германии - 11,4 млрд.евро, 10 процентов по сравнению с общей объемом (рис. 9).

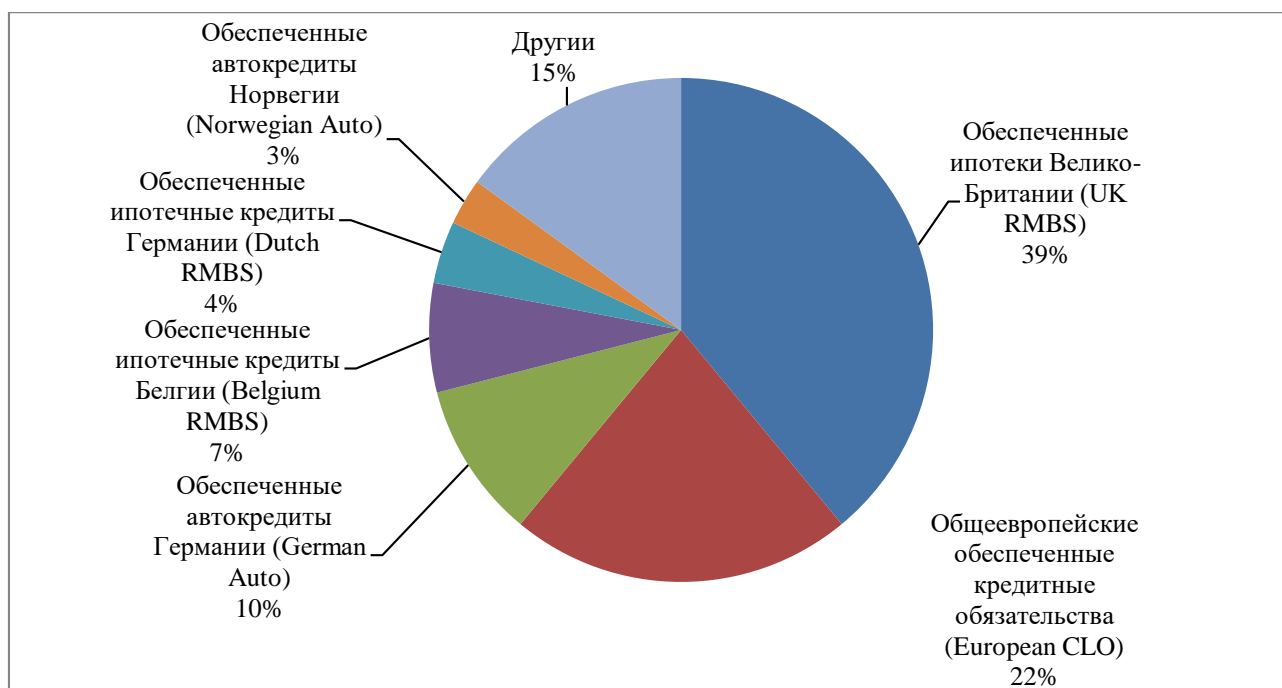


Рис.9. Структура сделок секьюритизации в Европе в 2018 году, в процентах⁴⁰

Как видно из рисунка, рынок инструментов секьюритизации в Европе сегодня достаточно развит, он сегодня сумел сформулировать свои особенности с точки зрения их структуры.

В Японии практика секьюритизации осуществляется в основном на основе финансовых дериватив, таких как «обеспеченные жилищные ипотеки» (RMBS) и «ценные бумаги, обеспеченные активами» (ABS). Что касается RMBS, то сегодня крупнейшим эмитентом этого финансового дериватива выступает «Японское агентство жилищного финансирования» – Japan Housing Finance Agency (JHF). Что касается эмиссии ABS, то она осуществляется

³⁹ Петровичев Ю.А. Развитие секьюритизации в условиях рыночной экономики // Финансы и бизнес, М.:2011, №3, -с.86-88.

⁴⁰ AFME Securitisation Data Report, 2018, -р. 4.

эмитентами преимущественно на основе автокредита и потребительского кредита.

Сосредоточившись на текущем состоянии вопроса финансовых деривативов, основанных на секьюритизации, мы можем наблюдать некое их развития. То есть по итогам 1 квартала 2018 года объем эмиссии финансовых дериватив на основе секьюритизации в Японии составил 19,3 трлн.иен. Это по сравнению с аналогичным периодом 2017 года на 895 млрд.иен или на 4,9% больше (рис.10).

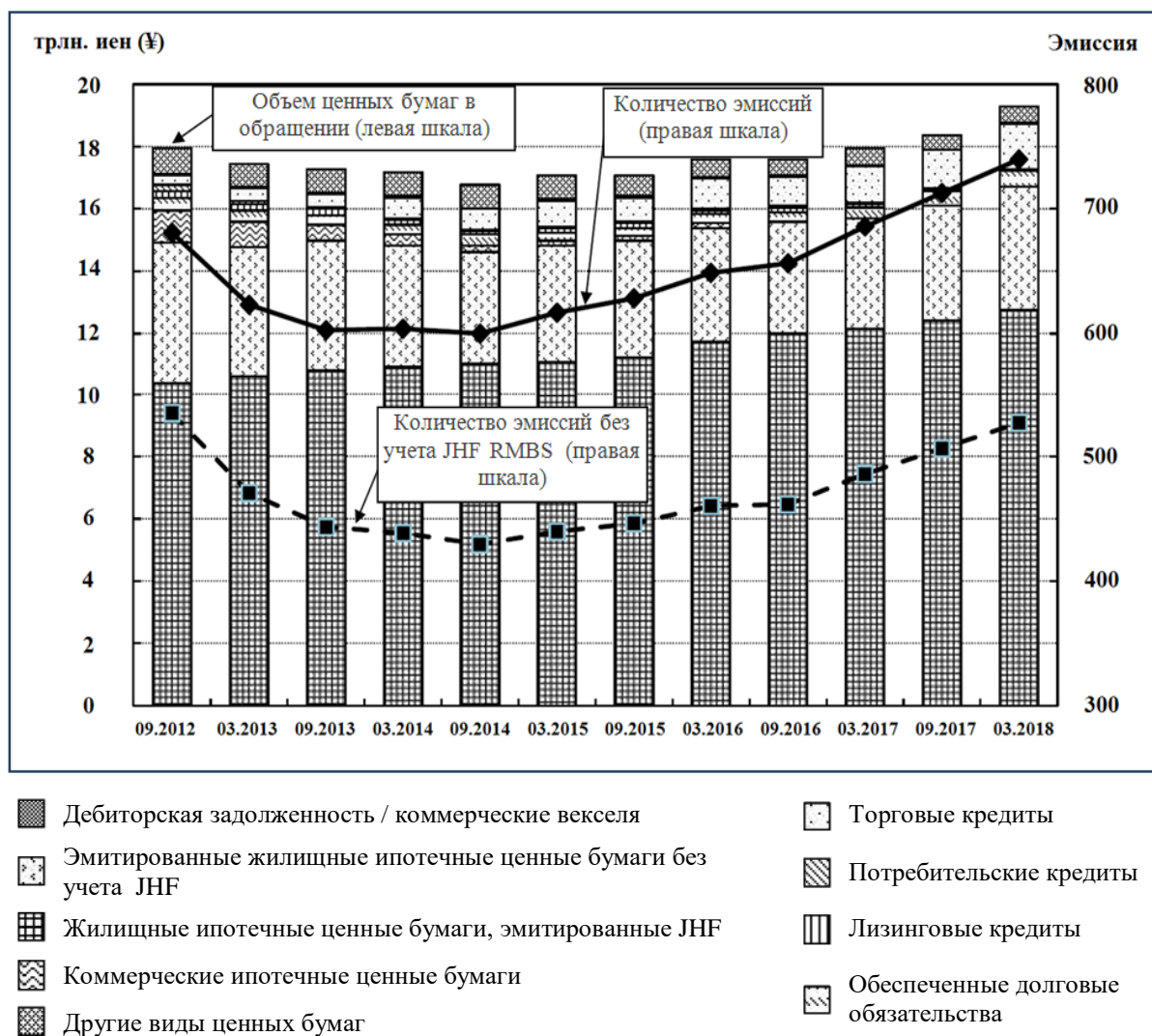


Рис.10. Объем ценных бумаг, находящихся в обращении, эмитированных в рамках секьюритизации в Японии, трлн. иен⁴¹

Анализ данных рис.10 показывает, что значительная часть находящихся в обращении ценных бумаг RMBS, которые производятся в рамках секьюритизации, приходится на долю RMBS, который эмитируется JHF. В частности, только в первом квартале 2018 года объем RMBS, который эмитируется JHF, составил 12,7 трлн.иен. Это эквивалентно 66,1% от общего

⁴¹ Japan Securities Dealers Association. Securitization Market Balances Survey Report (March 31, 2018).

объема RMBS. Кроме этого, объем ценных бумаг, которые секьюритизируются на основе торговых кредитов имеет высокую тенденцию роста, и составляет 1,45 трлн. иен. Доля этого дериватива в общем объеме ценных бумаг составила 7,5 процента⁴².

В целом рассмотренные выше случаи позволят выделить следующие факторы, влияющие на развитие практики секьюритизации в западных странах: 1) государственное стимулирование; 2) факторы внешней среды; 3) поиск новых современных источников финансирования; 4) нормативно-правовые ограничения.

Опыт зарубежных стран показывает, что сегодня важно и необходимо стимулировать практику секьюритизации. Эти меры формируют общую инвестиционную привлекательность ценных бумаг, выпускаемых в рамках секьюритизации, и служат катализатором на начальном этапе.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Сформулированы следующие выводы и предложения по развитию практики секьюритизации активов коммерческих банков в условиях либерализации банковско-финансовой системы Республики Узбекистан:

1. На наш взгляд, взаимоотношения между участниками процесса секьюритизации активов должны быть установлены следующим образом. То есть в отношениях между инициатором и специальным хозяйствующим субъектом (СХС) активы, предназначенные для секьюритизации, должны быть отделены от баланса инициатора и проданы СХС. Также необходимо заключить «договор-здание» между инициатором и СХС о том, что инициатор выступает в качестве агента сервисных услуг. В этом случае следует указать, что управляющие агенты могут также выполнять функцию агента сервисных услуг.

2. Практика секьюритизации в коммерческих банках Республики Узбекистан до сих пор не сформировался, в связи с недостаточным развитием рынка ценных бумаг в нашей стране и неспособностью этого рынка выполнять свою функцию по перераспределению финансовых ресурсов. На наш взгляд, внедрение данной практики в деятельность коммерческих банков напрямую связано с выполнением следующих приоритетных задач:

необходима дальнейшая активизация деятельности институциональных инвесторов на финансовом рынке, в частности, на рынке ценных бумаг;

необходимо сформулировать нормативно-правовое обеспечение секьюритизации активов коммерческих банков и разработать механизм стимулирования этой деятельности;

необходимо изучить и наладить возможности размещения ценных бумаг, выпускаемых на внутреннем и внешнем финансовых рынках, за счет выпуска секьюритизации активов;

необходимо дальнейшее развитие инфраструктуры финансового рынка через формирование института инвестиционных посредников.

⁴² Japan Securities Dealers Association. Securitization Market Balances Survey Report (March 31, 2018).

3. В результате проведенного в рамках диссертации эконометрического анализа стало известно, что секьюритизация банковских активов и увеличение объема банковских активов, а также укрепление показателей устойчивости банковской системы в исследуемых странах стимулируют приток инвестиций в экономику.

4. Несмотря на увеличение доли коммерческих банков при реализации секьюритизации, доля ипотечных ценных бумаг в секьюритизации в 2018 году составила 19,5 процента. Сегодня процесс секьюритизации в США осуществляется в основном ведущими агентствами, в частности, такими как «Федеральная Национальная Ипотечная ассоциация», которые выпускают облигации под гарантии правительства.

5. Европейский рынок ценных бумаг отличается от рынка ценных бумаг США разнообразием активов и непосредственным участием государственного сектора. Одной из главных причин введения секьюритизации в европейских странах является предоставление коммерческим банкам возможности оптимального управления своими средствами даже в условиях жестких ограничений и конкуренции.

6. Важнейшим фактором развития практики секьюритизации в нашей стране является инфраструктура, в качестве ее элементов следует отнести: сделки секьюритизации в соответствии с законодательством страны, банковский надзор, рейтинговые агентства, перечисленные в единой системе, личная инвестиционная база. Кроме того, в условиях таких негативных факторов, как минимальный объем кредитного портфеля, непопулярность его на мировой арене и даже отсутствие кредитного рейтинга у некрупных кредитных организаций для возможности использования этих технологий, необходимо обосновать проведение секьюритизации банковских учреждений.

В заключение отметим, что секьюритизацию можно трактовать как процесс, обеспечивающий возможность снижения рисков за счет повышения эффективности банковской деятельности и оптимизации активов банка на основе использования специальных финансовых инструментов. Операции секьюритизации создают новые возможности не только для банков, управляющих кредитными рисками, но и для клиента, заинтересованного в снижении стоимости своих кредитных активов.

**SCIENTIFIC COUNCIL NO DSc.03/10.12.2019.I.16.01
ON AWARDING SCIENTIFIC DEGREES AT
TASHKENT STATE UNIVERSITY OF ECONOMICS**

TASHKENT STATE UNIVERSITY OF ECONOMICS

AKHMEDOV AKBARALI SULTONMURODOVICH

**THE WAYS OF DEVELOPMENT BANK
ASSET SECURITIZATION PRACTICE**

08.00.07 – «Finance, money circulation and credit»

ABSTRACT

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

Tashkent-2020

The theme of doctoral dissertation (PhD) was registered under number 30.12.2019/B2019.4.PhD/Iqt154 at the Supreme Attestation Commisn at the Cabinet of Ministers of the Republic of Uzbekistan.

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

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

Scientific consultant:

Karimov Narboy Ganievich

Doctor of economics science, professor

Official opponents:

Toshmurodova Buvsara Egamovna

Doctor of economics science, professor

Karaliev Sherbek Turabaevich

Candidate of economics science, dotsent

Leading organization:

Banking and finance academy of the Republic of Uzbekistan

The defense of the dissertation will take place on «___»___ 2020 at ___at the meeting of Scientific council No. DSc.27.06.2017.I.16.03. at the Tashkent state university of economics Address: 100003, Tashkent city, Islom Karimov street, 49. Tel.: (998 71) 239-28-72, fax: (998 71) 239-43-51, e-mail: [tdiu@tdiu.uz](mailto:tdu@tdiu.uz)

The doctoral dissertation can be reviewed at the Information resource center of the Tashkent state university of economics (is registered under №___). Address: 100003, Tashkent city, Islom Karimov street, 49. Tel.: (998 71) 239-28-72, fax: (998 71) 239-43-51, e-mail: [tdiu@tdiu.uz](mailto:tdu@tdiu.uz)

The abstract of dissertation sent out on «___» ___2020.
(mailing report No ___ on «___» _____ 2020).

N.H. Jumaev

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

U.V. Gafurov

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

S.K. Khudoykulov

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

INTRODUCTION (Annotation of PhD dissertation)

The aim of the research is to develop securitization practice of commercial banks and establish scientific recommendations in the development of securitization practice of commercial banks' assets.

The object of research is the activity of commercial banks' assets securitization.

Scientific novelties of the research are:

a “Balance Sheet Securities Transaction Scheme”, which includes debt relations between the bank-originator, the borrower and the investors within the securitization of assets;

it is based on the fact that financial derivatives issued within the framework of securitization of assets in the banking system of Uzbekistan are instruments that allow the transfer of credit risk to another person;

the structural mechanism of securitization process was developed which reflects the relations between the subjects having a single purpose in the process of securitization of bank assets;

issue of derivatives group which is used as an effective tool for the use of financial innovations for further sustainable development of the financial and banking system based on international experience.

Implementation of the research results. Based on the developed scientific proposals for implementation of securitization of commercial banks' assets in practice:

granting loans to borrowers, issuance and placement of securities with future loan proceeds, repayment to investors for securities, repayment of interest and principal repayments of the loan by the borrower, repayment of coupon income and partial compensation of nominal value of securities, conclusion of the agreement scheme which includes the process of transferring credit claims to the investor in case of bankruptcy of the bank was introduced into the practice of Joint Stock Commercial Bank Turonbank (reference of Joint Stock Commercial Bank Turonbank dated November 4, 2019 №11/03-451). As a result, it became possible to develop a methodological basis for guaranteeing the priority of the bondholder's claims for assets in the event of the issuer's bankruptcy.

the introduction of modern financial mechanism of credit risk transfer on the basis of financial derivatives issued within the framework of securitization of assets and typology of credit risk management methodolog was introduced to into the practice of Joint Stock Commercial Bank Turonbank (Report of Joint Stock Commercial Bank "Turonbank" №.11/03-451 dated November 4, 2019). As a result, based on the study of similar features of credit derivatives and securitization of bank assets, a more detailed explanation of the typology of the controls proposed by the Basel Committee on Banking Supervision can be explored.

Proposals for the establishment of a mechanism for securitization of relationships between entities that have a common purpose in the process of securitization of bank assets was accepted by Joint Stock Commercial Bank

"Turonbank" (Reference №. 11/03-451 of November 4, 2019). As a result, it has enabled the practice of securitization on the basis of a group of common participants of bank securitization.

Recommendation for financial innovations for the further sustainable development of the financial and banking system based on international experience and the development of an effective mechanism of financial innovation for transparency and regulation was accepted by Agency of Government Asset Regulation of the Republic of Uzbekistan (December 30, 1761/ 03-28). As a result, it allowed developing and implementing measures to ensure the efficiency and transparency of state-owned commercial banks.

ЭЪЛОН ҚИЛИНГАН ИШЛАР РЎЙХАТИ

I бўлим

1. Akhmedov A.S. Unique Features of Asset Securitization of Europe and Japan // International Journal of Management Science and Business Administration. – Volume 6, Issue 1, November 2019, Pages 40-45. Global Impact Factor – 0,652.
2. Ахмедов А.С. Проблемы секьюритизации банковских активов в Узбекистане // Журнал “Бюллетень науки и практики”. № 8 (август) 2017 г. Россия ФР. С.217-221. (08.00.00; №19).
3. Ахмедов А.С. Активларни секьюритизациялашнинг АҚШ тажрибаси // “Иқтисодиёт ва инновацион технологиялар” илмий электрон журнали № 1, январь-февраль, 2019 йил. (08.00.00; №10).
4. Ахмедов А.С. Ўзбекистонда инвестиция муҳитини яхшилашда тижорат банкларининг инвестицион фаолиятини ўзига хос хусусиятлари // “Иқтисодиёт ва инновацион технологиялар” илмий электрон журнали. №3, май-июнь, 2015 йил. (08.00.00; №10).
5. Ахмедов А.С. Миллий иқтисодиётни модернизациялаш шароитида ҳудудларнинг инвестицион салоҳиятини ривожлантириш масалалари // Иқтисодиёт ва таълим илмий журнали. Тошкент-2013 й. №6 сон. Б. 30-31-32-33. (08.00.00; №11).
6. Ахмедов А.С. Управление банковскими рисками финансирования инвестиционных проектов / XXVIII Международные Плехановские чтения. Материаль международной научно-практической конференции. Москва ФГБОУ ВПО «РЭУ им. Г.В.Плеханова» 2015. Б. 300-301.
7. Ахмедов А.С. Банк активларини секьюритизациялашнинг инвестиция оқимига таъсири / Жаҳон иқтисодиёти глобализацияси шароитида туризм индустрияси ривожланишининг устувор йўналишлари. Халқаро илмий-амалий анжуман материаллари тўплами. 2019 йил 10 октябрь. Т.: – 2019. Б. 178-184.
8. Ахмедов А.С. Банк активларини секьюритизациялаш борасидаги назарий-концептуал ёндашувлар / Иқтисодиётни модернизациялаш ва диверсификациялаш жараёнида ишлаб чиқариш харажатларини камайтиришнинг методологик асослари. Республика илмий-амалий анжуман материаллари тўплами. 2018 йил 14 ноябрь. Т.: ТДИУ, 2018. Б. 290-294.
9. Ахмедов А.С. Тижорат банкларида валюта рискларини бошқаришни такомиллаштириш / Иқтисодиётни модернизациялаш шароитида банк-молия тизимида инновацион хизматларни ривожлантириш. Республика илмий-амалий анжуман материаллари тўплами 2015 йил 30 апрель. Т., 2015. Б. 208-209.

II бўлим

10. Akhmedov A.S., Duskbilov U.Sh. Effect of Bank Assets Securitization in Investment Flows: A Cross-Country Analysis // International Journal of Management Science and Business Administration, Volume 5, Issue 4, May 2019, Pages 13-17.
11. Ахмедов А.С., Каримов Н.Ф. Internationalization of national currency of the PRC: achieved results and future prospectives / “Development prospects of

economic cooperation between Republic of Uzbekistan and People's Republic of China” мавзусидаги халқаро илмий-амалий конференция мақолалари тўплами Т., ТДИУ 22 апрель, 2016 йил.

12. Ахмедов А.С., Дускобилов У.Ш. Тижорат банклари ликвидлигини таъминлаш – банк тизими барқарорлигининг муҳим омили сифатида / Хорижий инвестицияларни жалб этишда банкларнинг роли. Халқаро илмий-амалий конференция тезислар тўплами. –Т.: -2013. Б.39-40.

13. Ахмедов А.С., Дускобилов У.Ш. Хитой молия-банк тизимида амалга оширилаётган ислохотларнинг миллий валюта барқарорлигини таъминлашдаги роли / Иқтисодийни модернизациялаш шароитида молия-кредит муассасаларининг инвестицион фаоллигини ошириш. Республика илмий-амалий анжуманнинг тезислар тўплами. Тошкент-2013. Б.100-101-102-103.

14. Ахмедов А.С., Хусанбоев А.Ф. Банкларнинг молиявий ҳолатини баҳолашда CAMELS халқаро рейтинг тизимини ўрни / Ўзбекистон Республикаси ва Япония ўртасида иқтисодий ва маданий соҳалардаги ҳамкорлик. Халқаро илмий-амалий анжуманининг маъруза тезислари тўплами. Тошкент-2012. Б. 126-127-128.

15. Ахмедов А.С., Рахимов Х.Ў. Халқаро талаблар асосида тижорат банкларининг ликвидлиги ва молиявий барқарорлигини ошириш йўналишлари / Иқтисодийни модернизациялаш шароитида банк-молия тизимини барқарорлигини таъминлашни такомиллаштиришнинг асосий йўналишлари. Республика илмий-амалий анжуманнинг тезислар тўплами. Тошкент-2012. Б. 194-195-196-197.

16. Ахмедов А.С., Мелибоев Ш. Кичик бизнес ва хусусий тадбиркорлик субъектларини кредитлаш тижорат банклари кредит сиёсатининг истиқболли йўналишларидан бири / Кичик бизнес ва хусусий тадбиркорлик субъектларини молиявий қўллаб-қувватлаш тизимини такомиллаштириш. Республика илмий-амалий анжуманининг тезислар тўплами. Тошкент – 2011. Б. 77-78-79-80.

17. Ахмедов А.С. Кичик бизнес ва тадбиркорликни ривожлантиришда банкларнинг роли / Кичик бизнес ва хусусий тадбиркорлик субъектларини молиявий қўллаб-қувватлаш тизимини такомиллаштириш. Республика илмий-амалий анжуманининг тезислар тўплами. Тошкент –2011. Б. 68-69-70.

18. Ахмедов А.С. Тижорат банклари капиталининг иқтисодий моҳияти / Халқаро талаблар асосида тижорат банкларни фаолиятини рейтинг баҳолаш. Республика илмий-амалий анжуманининг тезислар тўплами. Тошкент –2011. Б. 129-130-131.

19. Ахмедов А.С. Иқтисодийни тартиблашда эгри солиқларнинг роли / Мамлакатимизни янгилаш ва модернизация қилиш шароитида кичик бизнес ва хусусий тадбиркорликни ривожлантиришда солиқ тизимининг ролини ошириш масалалари. Республика илмий-амалий анжуманининг тезислар тўплами. Тошкент – “Иқтисодий” – 2011. Б. 252-253.

