

336(043.3)
Б-195

**МИНИСТЕРСТВО ИНОСТРАННЫХ ДЕЛ РЕСПУБЛИКИ УЗБЕКИСТАН
УНИВЕРСИТЕТ МИРОВОЙ ЭКОНОМИКИ И ДИПЛОМАТИИ**

На правах рукописи

УДК 336.74:76:339.7(575.1)

БАКОЕВА ГУЛБАХОР МАТЯКУБОВНА

**ЭФФЕКТИВНОСТЬ ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ:
МЕЖДУНАРОДНЫЙ ОПЫТ И ПЕРСПЕКТИВЫ ПРИМЕНЕНИЯ В
УЗБЕКИСТАНЕ**

08.00.09 – Мировая экономика и международные экономические отношения

АВТОРЕФЕРАТ

диссертации на соискание ученой степени

кандидата экономических наук

Ташкент-2011

336(043.3)

Б 195

Работа выполнена на кафедре «Международная торговля и инвестиции»
Университета мировой экономики и дипломатии
Министерства иностранных дел Республики Узбекистан

Научный руководитель: кандидат экономических наук
Хусанов Шавкат Абдушукурович

Официальные оппоненты: доктор экономических наук
Жумаев Нодир Хоснатович

кандидат экономических наук
Бурханов Умар Абдуалимович

Ведущая организация: Академия государственного и общественного
строительства при Президенте РУз.

Защита состоится «15» апреля 2011г. в 14⁰⁰ часов на заседании
Специализированного совета Д.005.15.02 по защите диссертаций на соискание
ученой степени доктора (кандидата) наук при Университете мировой
экономики и дипломатии Министерства иностранных дел Республики
Узбекистан по адресу: 100077, г.Ташкент, пр. Мустакиллик, 54.

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке Университета
мировой экономики и дипломатии.

Автореферат разослан «15» апреля 2011г.

Вр.и.о. ученого секретаря
Специализированного совета,
кандидат экономических наук



Имминов О.И.

ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА ДИССЕРТАЦИИ

Актуальность работы. Характерной чертой последнего десятилетия стал значительный рост объемов международных инвестиций, стимулируемый усилившейся глобализацией экономики и либерализацией международных финансовых рынков. В осуществлении структурных преобразований экономики Узбекистана иностранные инвестиции играют чрезвычайно важную роль, поскольку внутренние источники финансирования недостаточны, а производительные силы республики нуждаются в крупных капиталовложениях для модернизации и реконструкции, для достижения «... макроэкономической стабильности, устойчивых и сбалансированных темпов роста экономики, продолжения структурных преобразований, модернизации и обновления ведущих отраслей экономики за счет увеличения привлекаемых инвестиций».¹

Усиление экономической интеграции и глобализации мирового финансового рынка (МФР) наиболее ярко проявляется в динамичном и существенном изменении его структуры. Результатом этого изменения стало появление рынка производных финансовых инструментов (деривативов). Предоставляя возможности, ранее не доступные на рынке финансовых активов, данные инструменты позволяют создавать желаемую структуру рыночных рисков, диверсифицировать и страховать портфельные риски. Все большее значение приобретают финансовые рынки и финансовые инструменты, которые широко используются в развитых странах, где финансовая система институционально разработана и в меньшей степени подвергается риску при финансовых операциях, что предоставляет возможность избежать больших потерь в условиях финансового кризиса. «...Разразившийся глобальный финансовый кризис продемонстрировал серьезные пробелы..., подтвердил отсутствие должного контроля за деятельностью банков, которые в основном обслуживали свои корпоративные интересы, увлекаясь различными спекулятивными операциями на кредитном рынке и рынке ценных бумаг».²

Актуальность предлагаемой темы диссертации заключается, во-первых, в том, что на сегодня процесс формирования национальных и международных рынков финансовых инструментов далеко не завершён, появляются новые инструменты, развиваются уже известные. Этот процесс происходит не только в развитых, но и в развивающихся странах, где он имеет свою специфику.

Во-вторых, появление и развитие срочных рынков непосредственно влияет на общую структуру мирового финансового рынка и изменяет

¹ Каримов И.А. Наша главная задача - дальнейшее развитие страны и повышение благосостояния народа.-Ташкент: Узбекистан, 2010.

² Каримов И.А. Мировой финансово-экономический кризис, пути и меры по его преодолению в условиях Узбекистана. Ташкент: Узбекистан, 2009.

традиционные механизмы взаимодействия этих рынков, помогает оценивать перспективы развития мировой экономики в целом.

В-третьих, производные финансовые инструменты в мировой экономике обладают уникальными свойствами, которые отвечают требованиям современного мирового рыночного хозяйства; они имеют низкую среднюю стоимость, позволяют хеджировать разнообразные риски, представляют огромные инвестиционные возможности, обладают высокой нормой прибыли; благодаря им появляются новые возможности наиболее быстрой замены активов на корпоративном, национальном и международном уровнях.

Несмотря на положительную динамику и существующую инфраструктуру, состояние фондового рынка Республики Узбекистан можно охарактеризовать как малоэффективное по основанию того, что на рынке отсутствует ликвидность. Существующие проблемы требуют своего незамедлительного решения, так как пассивность финансового и фондового рынков является признаком определенной угрозы экономической безопасности. Исходя из вышеотмеченного, очевидна актуальность темы исследования: она обусловлена необходимостью выявления и разработки оптимальной модели оценки эффективности финансовых инструментов, что способствовало бы предотвращению потерь при финансовых операциях на мировом уровне. Сравнительно новый рынок финансовых инструментов Узбекистана нуждается в изучении и разработке моделей, адаптирующих тенденции мирового рынка финансовых инструментов с учетом национальных особенностей.

Степень изученности проблемы. Рост влияния рынка финансовых инструментов, особенно производных, на мировую хозяйственную систему и его особая роль в инфраструктуре экономики обусловили большой научный интерес к проблемам его эффективности. Эти проблемы были и остаются предметом исследования многих ведущих зарубежных и отечественных ученых.

Основу исследований финансовых отношений, возникающих при функционировании финансовых инструментов в экономике, составляет научный аппарат теории финансов и кредита. Заметный вклад в разработку теоретических аспектов проблем существования финансовых инструментов внесли Ш. Натенберг, У. Шарп, Р.Т. Дейглер, Дж. С. Кокс, М. Рубенштейн, Р.У. Колб, Дж. Ледерман, К.Ф. Люфт.³

Такие зарубежные авторы как К. Стрикленд, Л. Галиц, Т. Лофтон, Д. Маршалл, В.К. Бансал, Дж. Мэрфи, М.С. Томсетт, Дж. К. Халл, Д.Р. Сигел⁴ в

³ Natenberg Sh. Option Volatility and Pricing. Second Edition. – Probus Publishing Company, 1994; Шарп У. Инвестиции. пер. с англ. – М.: Альпина, 2004; Daigler Robert T. Advanced Options Trading: the Analysis and evaluation of Trading Strategies. – Irwin Professional Publishing, 1994, Cox John C., Mark Rubenstein. Option Markets.- Prentice Hall Inc., 1985; Kolb Robert W. Financial Derivatives. Second Edition – Blackwell Publishers Ltd., 1998; Lederman Jess R. Exotic Options: Instruments Analysis and Applications. –Mc. Graw-Hill, 1998; Luft Carl F. Understanding and Trading Futures: A Hands-On Study Guide For Investors and Traders. –Probus Publishing House, 2000.

⁴ Chris Strickland. Implementing Derivatives Models. – John Wiley & Sons Ltd., 2000; Галиц Л. Финансовая инженерия: инструменты и способы управления финансовым риском: Пер. с англ.-М.: ТВП, 1998; Лофтон Т. Основы торговли

своих работах уделяют внимание ключевым понятиям финансового рынка, конкретным видам финансовых инструментов, акцентируя на нетрадиционных, моделированию ценообразования и использования данных инструментов, а также формированию торговых стратегий. Общие вопросы финансового управления и управления инвестициями нашли отражение в работах И. Балабушкина, А.Буренина, А.Фельдмана, С. Вайна, М. Чекулаева.⁵

Исследованием механизмов разработки новых моделей эффективности финансовых инструментов занимались Дж. Бердж, И. Брайс, Е. Бэнкс, Дж. Финнерти.⁶ Изучением особенностей функционирования различных фондовых бирж занимались такие учёные как О.И. Дегтярева, О.Кандинская, Т.Ю.Сафонова и Б.Б. Рубцов.⁷

Однако проблема разработки подходов к применению моделей оценки эффективности финансовых инструментов в условиях переходной экономики требует дальнейшего изучения с учетом национальных экономических и правовых условий, особенностей становления национального финансового рынка и мировых тенденций в области разработки новых финансовых продуктов. Проблемы разработки новых методов оценки эффективности производных финансовых инструментов, как правило, не рассматриваются в качестве самостоятельного объекта анализа, а описываются в контексте существующих на рынке производных инструментов тенденций.

В Узбекистане также проводятся научные исследования по проблемам становления и функционирования национального фондового рынка, которые отражены в трудах таких экономистов как Ш. Шохаззамий, К. Толипов, Л. Бутиков, Д.Анкудинов, И.Ахмедходжаев, А.Абдукадыров, М.Алиев, В.Котов, С.Муминов, Ю.Назаров, М.Хамидуллин, Л.Султанов.⁸ Вместе с тем, в работах

фьючерсами: изд. 3-е, перераб.: пер. с англ.-М.:ИК Аналитика, 2001; Маршалл Дж., Бансал В. Финансовая инженерия: Полное руководство по финансовым нововведениям: пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 2008; Мэрфи Дж. Технический анализ фьючерсных рынков: теория и практика. – М. Диаграмма, 2008; Томсетт М. Торговля опционами: спекулятивные стратегии, хеджирование, управление рисками: пер.с англ.- М.: Альпина, 2004; Hull John C. Futures, Options and other Derivatives: Fourth Edition. –Prentice-Hall Inc., 2000; Siegel Daniel R. The Futures Markets: The Professional Traders' Guide to Portfolio Strategies, Risk Management and Arbitrage. – Probus Publishing House, 1994.

⁵ Балабушкин А. Опционы и фьючерсы.-М.: 2006; Буренин А. Рынки производных финансовых инструментов.- М.: ИНФРА-М, 2000; Фельдман А. Основы рынка ценных бумаг. – М.: ИНФРА-М, 2004; Вайн С. Опционы. Для профессионалов. – М.: Альпина Паблишер, 2007; Чекулаев М. Риск-Менеджмент: управление финансовыми рисками на основе анализа волатильности. –М.: Альпина Паблишер, 2003.

⁶Berge John, Beinks E. Advanced Options Trading: The Analysis and Evaluation of Trading Strategies. Hedging Tactics And Pricing Models. –Irwin Professional Publishing, 1998; Finerty Johnson. Financial Derivatives: Second Edition. Blackwell Publishers Ltd., 2009.

⁷Дегтярева О.И. Биржевое дело. –М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2001; Сафонова Т.Ю. Биржевая торговля производными финансовыми инструментами. –М.: Дело, 2000; Рубцов Б.Б. Современные фондовые рынки. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2008.

⁸ Шохаззамий Ш. Концептуальный подход к системному исследованию и развитию рынков финансов и ценных бумаг// Общественные науки в Узбекистане. -2005, №1-2; Толипов К. Наша система опирается на внутренние источники финансирования// Экономическое обозрение. -2008, №9; Шохаззамий Ш. Рынки финансовые и ценных бумаг. – Т.:ТФИ, 2003; Анкудинов Д. Интерес инвесторов будет расти// Экономическое обозрение. -2008, №9; Бутиков И.Л. Банки в регулировании деятельности фондового рынка Республики Узбекистан// Деньги и кредит. -2009, №2; Ахмедходжаев И. Элемент везения тоже есть// Экономическое обозрение. -2008, №9; Абдукадыров А. Опыт работы коммерческих банков на рынке государственных краткосрочных облигаций// Рынок ценных бумаг.-2001, №8; Котов В., Хамидуллин М. Рынок капитала Узбекистана: вчера, сегодня и завтра –Молия, 2002; Муминов С. Интеграция Узбекистана в международный фондовый рынок: экономико-правовые аспекты: Автореф.дис...канд.экон.наук.-Т., 2004; Назаров Ю. Правовые аспекты обращения ценных бумаг в гражданском обороте.-Т.: Хужалик ва ҳуқуқ, - 2004, №7; Султанова Л. Западные теории о функционировании рынка ценных бумаг//Рынок, деньги и кредит. -1997, №4.

этих авторов делается акцент на разработку прикладных аспектов рассматриваемой проблемы, вследствие чего недостаточно исследованными остаются ее теоретические стороны и недостаточно разработанные модели по оценке эффективности финансовых инструментов не функционируют на финансовом рынке. Актуальность проблемы, недостаточная научная разработанность отдельных ее сторон и большая практическая значимость определили выбор темы, целей и задач диссертационного исследования.

Связь диссертационной работы с тематическими планами НИР.

Тема диссертационной работы входит в тематические планы научно-исследовательских работ Университета мировой экономики и дипломатии при Министерстве иностранных дел Республики Узбекистан и утверждена на ученом совете УМЭД от 09.04.2008 г., протокол №4.

Цель научного исследования. Цель диссертационной работы состоит в разработке комплекса предложений по оценке эффективности финансовых инструментов, которые адекватно соответствуют финансовому рынку Узбекистана, учитывая основные тенденции развития рынка финансовых инструментов в мировой, региональной и национальной экономиках, а также роль отдельных форм деривативов и перспектив их развития с позиций развивающейся рыночной экономики Узбекистана.

Задачи научного исследования. В соответствии с поставленной целью сформулированы задачи, определившие логику диссертационного исследования и его структуру:

- изучить роль финансовых инструментов в формировании международных потоков капитала;
- систематизировать методику использования финансовых инструментов на международном инвестиционном рынке в условиях мирового финансово-экономического кризиса;
- рассмотреть принципы оценки эффективности финансовых инструментов на мировых фондовых рынках (на примере Нью-Йоркской, Лондонской и Токийской фондовых бирж);
- выявить влияние мирового финансово – экономического кризиса на деятельность мировых фондовых рынков;
- проанализировать специфику функционирования финансовых инструментов на рынке ценных бумаг в условиях Узбекистана;
- обосновать роль банков в регулировании деятельности фондового рынка Республики Узбекистан в условиях мирового финансово- экономического кризиса;
- выявить перспективы применения международного опыта эффективного использования финансовых инструментов в условиях Узбекистана.

Объект исследования. Объектом диссертационного исследования являются мировой, региональные, национальные рынки финансовых инструментов с соответствующими институциональными структурами.

Предмет исследования. Предметом исследования является опыт мировых фондовых рынков в использовании финансовых инструментов на рынке ценных бумаг и международные финансово - экономические отношения, возникающие в процессе выявления основных принципов по оценке эффективности финансовых инструментов.

Теоретико-методологическую основу исследования составили диалектический метод познания, организационный и системный подходы. В работе также использовались экономико-математические методы, графическое моделирование, ряд других методов и приемов.

Теоретическую основу исследования составили монографические труды ученых-экономистов и финансистов, а также конкретизировали труды Президента Республики Узбекистан И.А.Каримова, посвященные экономическим реформам и экономической безопасности, законы, указы, и постановления Президента и Кабинета министров Республики Узбекистан.

Основные положения, выносимые на защиту. В результате проведенных исследований по изучению сущности и изменений при оценке эффективности финансовых инструментов на рынке ценных бумаг с учетом особенностей развития различных стран было выявлено следующее:

- роль и место финансовых инструментов в формировании международных потоков капитала и развитии мирового инвестиционного рынка в условиях финансовой глобализации;
- анализ методики и принципов использования финансовых инструментов на международном инвестиционном рынке в условиях мирового финансово-экономического кризиса;
- характерные особенности эффективного использования финансовых инструментов на мировых фондовых рынках (на примере Нью-Йоркской, Лондонской и Токийской фондовых бирж);
- роль банков в регулировании деятельности фондового рынка Республики Узбекистан в условиях мирового финансово-экономического кризиса;
- перспективные направления применения международного опыта эффективного использования финансовых инструментов в условиях Узбекистана.

Научная новизна исследования состоит в следующем:

- выявлены и обоснованы свойства финансовых инструментов с точки зрения развития мирового инвестиционного рынка в условиях финансовой глобализации;
- определены и систематизированы предпосылки и условия развития нетрадиционных видов финансовых инструментов, широко используемых как развитыми, так и развивающимися странами;
- на основе сравнительного анализа выявлены приоритетные направления функционирования трех крупнейших мировых фондовых бирж (Нью-Йоркская, Лондонская и Токийская фондовые биржи) и обоснованы их методы эффективного использования финансовых инструментов;

- выявлены тенденции изменения торговли ценными бумагами и определены базовые критерии деятельности крупных мировых фондовых бирж в условиях действующего мирового финансово-экономического кризиса;
- на основе международного опыта использования финансовых инструментов, а также учитывая современное состояние фондового рынка Республики Узбекистан, разработаны рекомендации по дальнейшему улучшению деятельности фондового рынка;
- разработаны перспективные направления по практическому применению нетрадиционных видов финансовых инструментов и регулированию ликвидности и риска на фондовом рынке в условиях Республики Узбекистан.

Научно-практическая значимость научного исследования заключается в том, что разработанные и выявленные в диссертации модели учитывают и обобщают международный опыт, оптимизируют финансовые инструменты и способствуют их эффективному функционированию, создают теоретическую, методологическую и практическую базу для оценки эффективности финансовых инструментов на финансовом рынке Узбекистана. Применение результатов исследования будет способствовать оптимизации институционального развития и росту эффективности рынка финансовых инструментов, повысит интерес не только отечественных, но и зарубежных специалистов к этой сфере.

Реализация результатов. Основные положения и рекомендации, разработанные в диссертационной работе соответствуют мероприятиям по дальнейшему развитию сферы микрофинансирования и небанковского финансового сектора республики на 2011-2015 годы согласно приложению №2 Постановления Президента РУз от 26 ноября 2010г. и внедрены в деятельность ОАКБ «Микрокредитбанк» (акт о внедрении №19-27/5615 от 29.12.2010г.).

Апробация работы. Основные положения и результаты диссертационного исследования были представлены на следующих республиканских и международных научно-практических конференциях: «Современные международные отношения и актуальные проблемы реформ в Республике Узбекистан» (Ташкент, 2007), «Современные международные отношения» (Ташкент, 2008), «Международный опыт создания финансово-промышленных групп и проблемы совершенствования корпоративного управления в Узбекистане» (Москва, 2008), «Вопросы совершенствования таможенного механизма в обеспечении экономической безопасности Республики Узбекистан» (Ташкент, 2008), «Молодежь в науке и культуре XXI века» (Челябинск, 2008), «Процесс глобализации: тенденции, перспективы и проблемы» (Ташкент, 2008), «Формирование интеллектуального, творческого и духовного потенциала личности учащихся в современных условиях» (Ташкент, 2009), «Процесс глобализации: тенденции, перспективы и

проблемы» (Ташкент, 2009), «Совершенствование банковской системы и повышение инвестиционной активности коммерческих банков» (Ташкент, 2009), «Сотрудничество ЕС и Узбекистана в сфере экономики и бизнеса» (Ташкент, 2010), «Процесс глобализации: тенденции, перспективы и проблемы» (Ташкент, 2010).

Диссертационная работа была обсуждена и рекомендована к защите на заседании кафедры «Международная торговля и инвестиции», на научном семинаре и на заседании научно-координационного совета Университета мировой экономики и дипломатии.

Опубликованность результатов. Основные положения и выводы диссертационной работы отражены в 20 публикациях, включающих 5 научных статей, опубликованных в научных журналах республиканского масштаба, и 15 научных тезисов, опубликованных в сборниках республиканских и международных конференций.

Структура и объем диссертации. Логика и цель исследования определяют структуру диссертации. Диссертационная работа состоит из введения, трех глав, объединяющих 10 параграфов, заключения, списка использованной литературы, а также приложения.

ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ ДИССЕРТАЦИИ

Первая глава «Теоретико-методические аспекты использования финансовых инструментов на фондовом рынке в условиях глобализации» посвящена изучению сущности и основных теоретических направлений использования финансовых инструментов в условиях финансовой глобализации, а также выявлению методов оценки их эффективности.

В западной литературе категория «финансовый рынок» включает в себя как рынок ценных бумаг, так и рынок банковских кредитов, а также перераспределение финансовых средств через государственные фонды. В работах таких учёных экономистов как Б.И.Алехин⁹ и М.Ю.Алексеев¹⁰ финансовый рынок рассматривается как совокупность рынка ценных бумаг и банковских ссуд. В классическом виде рынок ценных бумаг представляет совокупность экономических отношений по поводу выпуска и обращения ценных бумаг между его участниками. К.Д.Кэмбелл¹¹ и Э.Долан¹² указывают на наличие и функционирование совокупности каналов, осуществляющих эффективный переток капитала. Данный постулат обуславливает роль и место финансовых инструментов в международном движении капитала с точки зрения инвестирования.

⁹ Алехин Б.И. Рынок ценных бумаг. Введение в фондовые операции. – Самара: СамВен. 1992

¹⁰ Алексеев М.Ю. Рынок ценных бумаг. – М.: Финансы и статистика. 1992

¹¹ Кэмбелл К. Фондовый рынок: анализ, проблемы, решения. Пер. с англ. – В.: 2004

¹² Долан Э. Деньги, банковское дело и денежно-кредитная политика. Пер. с англ. – Л.: ТВП. 2007

Мировой финансовый рынок, являясь частью мирового рынка ссудных капиталов, специализируется преимущественно на эмиссии ценных бумаг (первичный рынок) и их купле - продаже (вторичный рынок). Нормальное функционирование рыночной экономики требует, чтобы образующие рынок отношения людей были обеспечены эффективными и надежными финансовыми инструментами (денежными знаками, ценными бумагами и др.), позволяющими физическим и юридическим лицам обоснованно и результативно совершать разнообразные экономические действия. К основным (традиционным) финансовым инструментам относят денежные знаки, акции, векселя и облигации. Остальные финансовые инструменты называются производными.

До начала 90-х годов XX в. использование деривативов было направлено преимущественно на страхование рыночных рисков (валютного, процентного и др.). Однако масштабные кризисные явления, наблюдаемые в последние годы на мировом фондовом рынке, требуют эффективного хеджирования не только рыночных, но и кредитных рисков.

Анализ данных, публикуемых международными финансовыми организациями, показывает, что значительные темпы роста рынков производных финансовых инструментов сохраняются уже на протяжении последнего десятилетия. Помимо быстрых темпов роста современный мировой рынок производных финансовых инструментов характеризуется огромными масштабами. Например, за 1993 год общий номинальный объем биржевых и внебиржевых рынков срочных инструментов вырос на 47% и составил более 12 трлн. долл. США, что превышало в два раза номинальный объем ВВП США. К концу 1996 года совокупный объем биржевых и внебиржевых рынков по условной номинальной стоимости составил уже 34 трлн. долл. США. К концу 2009 года данный показатель возрос больше чем в три раза.¹³

Необходимо отметить, что можно построить модель взаимосвязи рынка ценных бумаг, финансовых инструментов и инвестиций. Каждая открытая экономика ведет политику привлечения иностранного капитала в страну в целях улучшения производственного процесса и развития экономики в целом. Привлечение инвестиции несет за собой процесс международного потока капитала. Привлеченный в экономику капитал используется и реализуется в различных направлениях. Одним из самых главных и высокодоходных из них является фондовый рынок, где основными факторами развития выступают именно финансовые инструменты. На сей день наибольший оборот приобретает вторичный рынок, то есть рынок производных инструментов (деривативов), в силу того, что они краткосрочны, ликвидны и высокодоходны. Развитие фондового рынка, обеспечивая динамичное движение капитала, обуславливает рост привлечения иностранных инвестиций в страну.

¹³ По данным отчетов International Capital Markets: Developments, Prospects and Policy Issues - Washington, IMF, за 1993-2009гг.

Основными чертами финансовой глобализации на современном этапе развития мировой экономики являются углубление специализации стран, превышение темпов прироста международных финансовых операций над международными товарными операциями, информационно-технологическая революция и создание общемирового информационного пространства, усиление влияния глобальных финансовых инструментов, концентрация и централизация капитала на основе процессов слияний и поглощений компаний и финансовых инструментов, переосмысление роли МФО в разработке универсальных норм и стандартов, интеграционные тенденции и возрастание роли наднациональных органов в мировой экономике.

Проблематика мировых финансовых рынков в последние десятилетия в условиях роста значения международных операций вызвала большой интерес у отечественных и западных исследователей.

Анализ деятельности мировых фондовых рынков показывает, что было бы корректным рассмотреть рынки ценных бумаг по укрупненным группам: рынки акций, рынки долговых бумаг и рынки производных финансовых инструментов.

За двадцать лет (1980-2000гг.) капитализация мировых рынков акций выросла почти в 13 раз, в то время как совокупный ВВП увеличился за тот же период примерно в 2,5 раза. С 2000 г. началось повсеместное сокращение абсолютной и относительной величины капитализации в связи с кризисом на мировых рынках акций. Тем не менее, в новом десятилетии положение формирующихся рынков значительно улучшилось. К 2010 г. львиную долю мировой капитализации в 67% обеспечивают всего три страны: США, Япония и Великобритания. На «семерку» крупнейших приходится свыше 75% мировой капитализации.

Как результат, валовые потоки капитала в мировой экономике в 2008 году составили 11,4 трлн. долл. США, в 2000 году - 7,5 трлн. долл. США, превывсив в четыре раза аналогичный показатель 1990 года. При этом за аналогичный период времени показатель чистого движения капитала увеличился с 500 млрд. долл. США до 1,2 трлн. долл. США.¹⁴ Немаловажное значение для развития процессов финансовой глобализации имело распространение среди инвесторов теории диверсификации вложений, согласно которой международный инвестор может эффективно управлять рисками путем распределения вложений по более широкому спектру активов.

Оценка эффективности отдельных финансовых инструментов инвестирования, как и реальных инвестиций, осуществляется на основе сопоставления объема инвестиционных затрат, с одной стороны, и сумм возвратного денежного потока по ним, с другой. Вместе с тем, формирование этих показателей в условиях финансового инвестирования имеет существенные отличительные особенности. С учетом изложенного оценка

¹⁴ На основе Global Stock markets Factbook 2008.

эффективности того или иного финансового инструмента инвестирования сводится к оценке реальной его стоимости, обеспечивающей получение ожидаемой нормы инвестиционной прибыли по нему.

Модели оценки эффективности функционирования облигаций построены на таких показателях, как номинал облигации, сумма процента, выплачиваемая по облигации, ожидаемая норма валовой инвестиционной прибыли по облигации и количество периодов до срока погашения облигации. Для оценки текущего уровня валовой инвестиционной прибыли по облигациям используется коэффициент ее текущей доходности.

Модели оценки эффективности акций построены на сумме дивидендов, предполагаемой к получению в конкретном периоде, ожидаемой курсовой стоимости акции в конце периода ее реализации, ожидаемой норме валовой инвестиционной прибыли по акциям и числе периодов использования акции.

Оценка эффективности финансового инструмента в сопоставлении с ценой его текущей рыночной котировки или рассчитанная ожидаемая норма валовой инвестиционной прибыли (доходности) по нему являются основным критерием принятия управленческих решений в условиях мирового финансово – экономического кризиса по осуществлению тех или иных финансовых инвестиций.

Оценка сравнительной эффективности финансовых инструментов основывается на определении доходности и эффекта. Первоочередным является выявление таких критериев как доходность, риск и ликвидность. Прибыль определяет уровень доходности, всевозможная неопределенность формирует риск, и способность превращения активов в наличность относится к ликвидности. В ходе фундаментального и технического анализа выводится оценка эффективности финансовых инструментов.

Эффективность любых форм инвестиций рассчитывается на основе сопоставления эффекта (дохода) и затрат на его получение. При вложениях в ценные бумаги в качестве затрат выступает сумма инвестированных в ценные бумаги средств, а в качестве дохода — разность между текущей стоимостью ценной бумаги и суммой вложенных в ее приобретение средств. Поскольку доход по ценной бумаге может быть получен лишь в будущем, для сопоставимости он должен быть приведен к настоящему времени путем дисконтирования.

Основная формула для расчета эффективности финансовых инвестиций имеет следующий вид:

$$E_f = C - I_0 / I_0 \text{ или } E_f = C - D / I_0^{15},$$

где E_f - эффективность инвестирования в ценную бумагу;

C - текущая (дисконтированная) стоимость ценной бумаги;

I_0 - сумма инвестируемых средств;

D - ожидаемый доход от инвестирования.

¹⁵ Шарп У. Инвестиции: пер. с англ. М.: Альпина, 2004.

Текущая стоимость ценной бумаги определяется двумя основными факторами: величиной денежного потока от инвестирования в ценную бумагу и уровнем процентной ставки, используемой при дисконтировании. Расчет приведенного чистого дохода по финансовым инвестициям имеет определенные отличия от определения дохода от реальных инвестиций.

При оценке сравнительной эффективности финансовых инструментов на фондовом рынке приведенный чистый доход исчисляется как разность между приведенной стоимостью отдельных фондовых инструментов и стоимостью их приобретения.

Следовательно, фондовые инструменты характеризуются разнообразием моделей оценки их приведенной стоимости при сравнении эффективности различных финансовых инвестиций.

Таблица 1

Модели оценки приведенной стоимости финансового инструмента

Акции		Облигации	
На основе стабильного уровня дивидендов	$C_a = D/r$	Без выплаты процентов	$C_0 = N_0/(1+r)^n$
На основе постоянно возрастающего уровня дивидендов	$C_a = D_0(1+f)/r^*(r-f)$	С периодической выплатой процентов	$C_a = \sum_{t=1}^n P_0/(1+r)^t + N_0/(1+r)^n$
С непостоянным уровнем дивидендов	$C_a = \sum_{t=1}^n D_t/(1+r)^t$	С выплатой всей суммы процентов при погашении	$C_0 = (N_0 + P_0)/(1+r)^n$

Важную роль при оценке эффективности инвестирования играет величина нормы дисконта, используемая при приведении сумм будущих денежных потоков к настоящему времени. Необходимость выбора соответствующей конкретному инвестиционному объекту нормы дисконта обусловлена существенными колебаниями уровня риска.

В зарубежной практике определение нормы дисконта, используемой при оценке приведенной стоимости финансовых инструментов, осуществляется в соответствии с моделью цены капитальных активов.

На фондовом рынке Узбекистана, с учетом специфики его функционирования, при оценке сравнительной эффективности финансовых инструментов в качестве базы сравнения целесообразно использовать не норму текущей доходности по безрисковым инвестициям, а среднюю стоимость предполагаемых источников инвестиций. Результаты оценки сравнительной эффективности финансовых инструментов различных объектов инвестирования используются при их выборе и формировании инвестиционного портфеля банка.

В итоге анализа методики оценки эффективности использования финансовых инструментов на фондовом рынке в условиях мирового

финансово-экономического кризиса, необходимо отметить, что современная экономическая теория признает важную роль финансовых спекуляций как движущей силы, заставляющей рынок непрерывно двигаться в поисках равновесных цен.

Вторая глава диссертации «Мировые фондовые рынки: международный опыт использования финансовых инструментов» посвящена изучению опыта зарубежных стран и выявлению основных направлений функционирования мировых фондовых бирж в условиях мирового финансово-экономического кризиса.

Фондовый рынок в современном понимании сформировался в конце XVI в. в связи с усилением эмиссионной активности государства и появлением акционерных компаний. Предшественниками современных фондовых рынков были средневековые вексельные ярмарки и постоянные вексельные рынки, время от времени возникавшие и исчезающие в XIII-XIV вв. С торговлей векселями связано появление первых профессиональных участников рынка ценных бумаг и первых бирж, на которых совершались сделки и с товарами, и с векселями. Первыми биржами, на которых производились операции с ценными бумагами, считаются созданные в XVI в. учреждения в Антверпене (1531 г.) и Лионе. В силу различных обстоятельств эти биржи прекратили существование во второй половине XVI в.¹⁶

Большая часть операций с ценными бумагами приходилась на государственные ценные бумаги - именно торговля государственными долговыми обязательствами способствовала возникновению современных фондовых бирж и инвестиционных институтов.

Таблица 2

Структура рынка облигаций на конец 2009г.

Страны	Объем рынка, трлн. долл.	Удельный вес, %
США	16,7	46,0
Япония	6,7	18,4
Германия	2,5	6,9
Великобритания	1,4	3,9
Франция	1,4	3,9
Прочие	7,6	20,9
Всего	36,3	100,0

Источник: Рассчитано автором. Rajan R.G. The Great Reversals. www.oecd.org/eeco/eeco.

Современное состояние мировых фондовых бирж свидетельствует о преобладающем объеме операций с государственными облигациями (Табл.2). В истории становления фондовых бирж особую роль играло появление на них операций с облигациями. Относительно низкие риски дают возможность

¹⁶ Spray D.E. The Principal Stock Exchanges of the World. Their Operations, Structure and Development. Washington, 1964.

расширению использования данного финансового инструмента на мировых фондовых рынках. К 2009 г. Япония занимает второе место по объему операций с облигациями на рынке ценных бумаг. Именно ориентирование на государственный долг помогло избежать потерь при финансовой нестабильности.

Политика либерализации экономики создала в свое время предпосылки для взаимодействия и интеграции национальных фондовых рынков, расширения масштабов операций на них, перемещения частных капиталов между странами.

Положительную динамику интернационализации мировых фондовых рынков раскрывают данные о соотношении международных операций с акциями и облигациями (Табл. 3).

Таблица 3

Международные операции с акциями и облигациями (в % от ВВП)

Страна	Годы							
	1975-1981	1982-1992	1993-2003	2004	2005	2006	2007	2008
США	5,9	43,2	108,7	132,6	156,2	207,9	222,8	178,9
Япония	2,8	73	84,3	64,8	79,5	95,4	90,6	85,1
Германия	6,9	32,3	102,5	167,3	195,8	256,3	328,9	334,3

Источник: Bank for International Settlements - 76th annual Report. Basle, 2008.

При нынешних условиях американский рынок капиталов в значительной мере определяет конъюнктуру мирового рынка капиталов. Это обуславливается тем, что уровень капитализации американского рынка уверенно превышает рынок любой другой страны (Табл. 4).

Таблица 4

Доля фондовых рынков стран в капитализации мирового фондового рынка

Уровень капитализации	Годы			
	1990	2000	2005 (март)	2007 (июнь)
Всего, трлн. долл.	9,3	25	35	20
Доля стран, %:				
Развитые (кроме США)	65	42	36	46
США	30	50	55	50
Страны, которые развиваются	5	8	9	4

Источник: Bank for International Settlements - 76th annual Report. Basle, 2008.

Высокая конъюнктура фондовых рынков развитых стран в конце XX в. играла определенную роль в поддержке высокой деловой активности в западных странах, стимулировании научно-технического прогресса, модернизации производства и концентрации капитала. Наблюдалось усиление взаимосвязи между финансовым и реальным секторами экономики.

В настоящее время США располагают разветвлённой сетью фондовых бирж, базирующихся в Нью-Йорке, Чикаго, Бостоне, Сан-Франциско, Канзас-Сити, Лос-Анжелесе, Детройте, Новом Орлеане, Далласе, Филадельфии, Цинциннати и Солт-Лейк-Сити. Ведущее положение занимает Нью-Йоркская фондовая биржа, на которой совершается более 70% всех операций с акциями. В её составе 1366 членов, из которых 1226 представляют интересы 523 частных корпораций. Около 140 членов действуют от своего имени. В декабре 2009 г. стоимость места составляла 2,6 млн. долл. Особенность сети американских фондовых бирж в том, что здесь осуществляются операции с ценными бумагами старых выпусков. В настоящее время разница между акциями и другими видами вложения денег существенно сократилась. Курсовая стоимость акций неуклонно растёт.

В 1988 г. по отношению к 1940 г. курсовая стоимость акций увеличилась в 34 раза, а в 2003 в 251 раз. И эти цифры неуклонно растут с каждым днём.

Относительно Лондонской фондовой биржи можно утверждать, что она является ведущей в сети фондовых бирж в Англии, которая включает в себя 22 фондовые биржи. Лондонская биржа концентрирует более 60% всех операций с ценными бумагами внутри страны. Минимальный объём сделок в Лондоне составляет 1 тыс. фунтов стерлингов для обычных акций и облигаций и 100 ценных бумаг любого вида.

Лондонская фондовая биржа в отличие от Нью-Йоркской основное внимание уделяет использованию деривативов. Несмотря на то, что основная доля операций на данной бирже сконцентрирована на таких инструментах как облигации и акции, развитие и широкое применение опционов, фьючерсов и свопов даёт возможность привлекать колоссальные финансовые средства в экономику страны.

Таблица 5

Оборот лондонских деривативных бирж (млн. контрактов)

Год	ICE	Euronext.	LME	EDX-OM	Всего
	Futures 1	Liffe 2		London 3	
1990	6,9	34,3	13,4	1,3	55,9
1995	15,0	136,4	47,2	3,1	201,7
2000	25,5	131,1	66,4	11,6	234,6
2001	26,4	619,1	59,4	15,9	720,8
2002	30,4	697,0	58,6	14,1	800,1
2003	33,3	695,1	72,3	65,5	866,2
2004	35,5	787,8	71,9	92,4	987,6
2005	42,0	759,3	78,6	101,5	981,4
2006	92,7	730,3	86,9	138,3	1048,2
2007	103	877,8	90,7	142,9	1214,4
2008	122,7	856,6	90,6	144,8	1214,7

Источник: International Financial Services (IFSL), London (www.ifsl.org.uk)

На Лондонской фондовой бирже совершается приблизительно половина сделок с акциями за пределами национальных границ. Также по числу иностранных

банков, участвующих на бирже, Лондонская фондовая биржа опережает Нью-Йоркскую. Данный постулат получил свое правдивое доказательство и в ходе регрессионного анализа.

С появлением новых финансовых инструментов на фондовом рынке США Нью-Йоркская фондовая биржа стала широко применять использование эффективных инструментов, таких как опционы и фьючерсы.

На сегодняшний день, как показывает эконометрический анализ (корреляция, дисперсия, регрессия), уровень ВВП в большей степени зависит от таких финансовых инструментов, используемых на Нью-Йоркской фондовой бирже, как опционы и традиционные акции.

В опционной торговле Нью-Йоркская фондовая биржа придерживается использования модели Блека-Шоулза для оценки эффективности финансовых инструментов. Данная модель успешно работает при условии, что вторичный рынок охватывает большее количество сделок на бирже.

В отличие от двух предыдущих фондовых бирж, результаты проведенного анализа по определению эффективных финансовых инструментов на Токийской фондовой бирже показали, что единственным фактором влияния на развитие фондового рынка может служить такой финансовый инструмент, как государственные облигации. Так как роль государства в Японии преобладающая, данный результат говорит о том, что только государство может регулировать прибыльность фондового рынка страны.

Токийская фондовая биржа - крупнейшая биржа в Японии. В её обороте наибольший объём занимают акции частных компаний при относительно небольшой доле долговых обязательств с фиксированным доходом. В обороте Токийской фондовой биржи с разрешения Министерства финансов в 1973 г. появились первые акции иностранных компаний - рынок стал интернационализироваться. Требования, установленные к котировке акций иностранных компаний, более жёсткие, чем для национальных, и это нормально, потому что государство всегда стремится поддерживать национальную экономику.

Количество эмитентов, чьи ценные бумаги котировались на Токийской фондовой бирже, в сопоставлении с отдельными ведущими биржами других стран, характеризуют данные табл. 6.

Таблица 6
Количество эмитентов, ценные бумаги которых котировались на Токийской фондовой бирже в 2008 г.

Биржа	ФБ Токкио	ФБ Нью-Йорка	ФБ Лондона
Акции	1990	2700	2500
Облигации	60	400	500
Иностранные	500	480	1630
Частные	480	410	880
Государственные	4	7	55

Источник: Составлено автором на основе данных NYSE, TSE, LSE

Из табл. 6 следует, что всего по акциям лидирует Нью-Йоркская фондовая биржа. По остальным параметрам лидирует Лондонская фондовая биржа. Это значит, что на Токийской Фондовой бирже по большей части котируются ценные бумаги Великобритании. Государственные облигации среди прочих показателей имеют самое низкое значение - прослеживается тенденция ухода государства с арены Токийской Фондовой биржи.

В условиях мирового кризиса консолидации на национальном уровне для активного участия в глобальной конкурентной борьбе становится недостаточно. Фондовые биржи вынуждены выходить на рынки других стран, чтобы расширить поле своей деятельности и диверсифицировать ее.

Таблица 7

Варианты экспансии фондовой биржи за пределы национального рынка

Варианты	Описание
Ориентация на слияние	слияние или поглощение с зарубежной торговой площадкой, открытие собственной торговой площадки за рубежом
Ориентация на внешний рынок	предоставление услуг зарубежным торговым площадкам
Ориентация на кооперацию	сотрудничество с другими фондовыми биржами

Источник: Составлено автором на основе антикризисных мер, предпринятых в Японии и согласованных остальными развитыми странами.

В итоге развитые страны намерены в перспективе предпринять меры по предотвращению последствий мирового финансово-экономического кризиса путем предоставления государственных гарантий под привлекаемые компаниями и инвесторами финансовые средства, продажи некоторых наиболее устойчивых банков, национализированных государством, аудита всех коммерческих и инвестиционных банков для выявления проблемных активов, создания комиссии по управлению неэффективными финансовыми инструментами, в состав которой войдут квалифицированные участники фондового рынка.

В третьей главе «Фондовый рынок Узбекистана и перспективы применения международного опыта эффективного использования финансовых инструментов в условиях мирового финансово-экономического кризиса» рассмотрены особенности функционирования фондового рынка Узбекистана и возможности использования нетрадиционных финансовых инструментов с учетом национальных особенностей.

По состоянию на 01.01.2010 г. на РФБ «Тошкент» зарегистрировано 96 членов биржи. Из них 78 аккредитовали свои брокерские конторы, в том числе 10 зарегистрировано в 2009 г.¹⁷

¹⁷ Информационный бюллетень от 01.04.2010. Республиканская фондовая биржа «Тошкент»

Динамика биржевого оборота за последние годы показывает, что в 2006-2010 годах наблюдается оживление рынка и активизация участников фондового рынка, что свидетельствует о том, что финансовые инструменты функционируют на должном уровне. Если в 2003-2005 годах годовые обороты фондовой биржи колебались в пределах 35-42 млрд. сумов, то в 2006 году данный показатель впервые превысил отметку в 100 млрд. сумов. Стабильно преобладает доля оборота вторичного рынка, который является важным фактором развития фондового рынка.

Как показывает анализ первых лет функционирования банков на рынке ценных бумаг Узбекистана, игнорирование общих и приведенных выше специфических особенностей негативно сказалось на темпах роста инвестиционной и посреднической деятельности и улучшении качества обслуживания участников фондового рынка.

Важнейшее место в формировании и функционировании системы рынка ценных бумаг Узбекистана занимают банки, которые в сравнении с другими видами хозяйствующих субъектов имеют наиболее благоприятные условия для деятельности на рынке ценных бумаг.

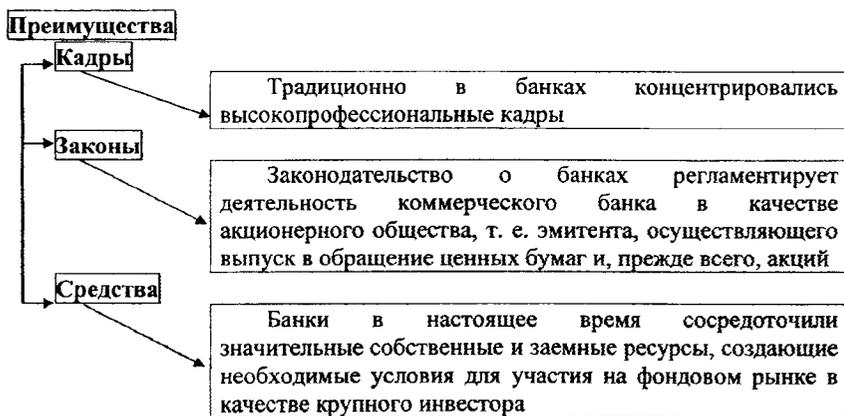


Рис. 1. Система благоприятных условий банков для функционирования на фондовом рынке

Источник: Систематизировано автором на основе законов и нормативных актов Республики Узбекистан по регулированию рынка ценных бумаг

Все действующие акционерные банки республики, зарегистрировавшие выпуски своих акций в депозитариях Республики Узбекистан, по признаку величины эмиссии акций можно разделить на три группы: крупные – с объемом эмиссии акций на сумму свыше 10 млрд. сумов, средние – с объемом эмиссии акций на сумму от 3 до 10 млрд. сумов и малые – с объемом эмиссии

до 3 млрд. сумов. По состоянию на 1 января 2009 г. на 16 крупных банков приходится 90,6% всей эмиссии акций по номинальной стоимости, на 8 средних банков – 8,5% и на 3 малых банка – только 0,9% эмиссии¹⁸.

Из 1325,4 млн. акций, выпущенных банками – акционерными обществами республики, 1164,9 млн., или 87,9%, приходится на г. Ташкент.

В 2009 г. из 27 банков – акционерных обществ шесть имели в уставном фонде государственную долю. Доля государства в совокупном уставном капитале всех коммерческих банков на 1 января 2009 г. составила всего 0,01% (на 1 января 2008 г. – 19,0%). Сокращение государственной доли в уставных фондах коммерческих банков объясняется тем, что государство достаточно эффективно осуществляет регулирование банковской системы страны через институт лицензирования.

Современные системы клиринга способствуют качественному росту финансового рынка за счет снижения рисков и транзакционных издержек участников фондового рынка, повышению ликвидности и качества рыночного ценообразования, росту эффективности использования финансовых инструментов, что в целом создает условия для большей устойчивости инфраструктуры. Относительно перспектив развития клиринга в Узбекистане можно утверждать, что центральные депозитарии, не оказывающие до сих пор клиринговые услуги, планируют их внедрение. В будущем Центральный депозитарий собирается работать над осуществлением расчетно-клиринговых операций по сделкам с корпоративными ценными бумагами, что позволит повысить привлекательность фондового рынка и привлечения инвестиций в эту сферу.

Стабильное и устойчивое функционирование банков в кредитовании рынка ценных бумаг, безусловно, поможет преодолению отрицательных последствий происходящего мирового финансово-экономического кризиса.

Автором предлагается принятие ряд мер и реформ, способствующих эффективному использованию тех или иных финансовых инструментов на рынке ценных бумаг, тем самым повышая инвестиционную привлекательность страны:

— разработка и внедрение страхования и гарантирования рисков инвесторов;

— создание налоговых стимулов для развития института маркет-мейкеров, обеспечивающих эффективное функционирование финансовых инструментов и ликвидность ценных бумаг на фондовом рынке;

— разработка и внедрение практики рейтинговой оценки деятельности эмитентов на рынке ценных бумаг;

— дальнейшая активизация деятельности банков и страховых компаний на рынке;

¹⁸ Бутиков И.Л. «Банки в регулировании деятельности фондового рынка Республики Узбекистан». Деньги и кредит. №2. 2009.

— развитие системы коллективного инвестирования (ПИФы, ИФы, частные пенсионные фонды, инвестиционные компании);

— интеграция национального рынка ценных бумаг с международными фондовыми рынками и привлечение иностранных инвесторов и профессиональных участников;

— совершенствование системы раскрытия информации и поддержки информационного обеспечения участников рынка ценных бумаг;

— разработка механизмов первичного размещения ценных бумаг на торговых площадках с учетом передового международного опыта.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В соответствии с поставленными задачами были сделаны следующие выводы:

— В настоящее время, развитие рынка ценных бумаг во многом определяется ходом реализации программ разгосударствления и приватизации.

— Принятие закона об ипотечном кредитовании, является предпосылкой к использованию новых видов ЦБ.

— Инфраструктура рынка ценных бумаг сформирована: осуществляют свою деятельность брокерские, депозитарные, консалтинговые, оценочные организации.

— В текущем периоде происходит существенное сокращение объемов обращения корпоративных облигаций, которое не возмещается новыми выпусками КО, между тем на рынке долгового капитала Узбекистана корпоративные облигации являются самым доходным инструментом вложения.

Для развития рынка финансовых инструментов в условиях Узбекистана необходимо принять ряд мер, которые обеспечат минимизацию рисков, связанных с оценкой эффективности финансовых инструментов. На фоне быстрых темпов развития отдельных показателей, которые, на наш взгляд, характеризуют успешность развития этого сегмента экономики, в работе разработан ряд предложений:

1. Основной задачей, на сегодняшний день, является применение корпоративных принципов управления в акционерных обществах, что могло бы обеспечить их адекватное участие на фондовом рынке.

2. Для достижения динамичного развития фондового рынка необходимо обеспечить не только проведение политики стимулирования рынка ценных бумаг, но и другие направления, которые включали бы в себя решение различных вопросов, связанных с дальнейшим его развитием.

3. Необходимо внести ряд реформ и дополнений в правовую базу, регулирующую рынок ценных бумаг, в частности, отдельные финансовые инструменты.

4. На сегодняшний день должного развития не получили муниципальные облигации. Данный финансовый инструмент может служить гарантией для инвесторов и способствовать росту их доверия по отношению к рынку ценных бумаг. С другой стороны, муниципальные заимствования могли бы решить вопросы достаточного финансирования различных сфер экономики и стимулирования экономического роста.

5. Создать инфраструктуру для широкого консультирования эмитентов в целях активизации торговли ценными бумагами, а также размещения части отечественных пакетов акций акционерных обществ на международных финансовых рынках для привлечения иностранных инвестиций и использования новых финансовых инструментов.

6. Не получили достаточного развития консультационные организации, обслуживающие рынок ценных бумаг. Отсутствие прозрачности на фондовом рынке не дает возможности инвесторам адекватно оценить ситуацию и, в итоге, участвовать на торгах. В связи с этим внедрение системы рейтингов на финансовом рынке позволит обеспечить должную рыночную прозрачность деятельности различных типов эмитентов, а также приблизить непосвященных инвесторов к возможностям рынка капиталов.

7. Придерживаться определенной модели, которая представляла бы собой оптимальную суть управления рынком, а также эффективного использования тех или иных финансовых инструментов.

8. Важным аспектом дальнейшего развития фондового рынка Узбекистана является обеспечение повышения качества проводимой приватизации и решение проблемы справедливой оценки рыночной стоимости предприятий. Данная проблема может быть решена при помощи фондовой биржи на основе анализа биржевых котировок ценных бумаг акционерных обществ.

9. На сей день основными составляющими рыночной экономики являются институциональные инвесторы, без услуг которых невозможно полноценное развитие финансового рынка. Дальнейшее развитие институциональных инвесторов может способствовать интенсивному развитию фондового рынка. В республике создаются различные финансовые институты, коммерческие банки, инвестиционные фонды, страховые организации и пр. Основной причиной их недостаточного уровня развития является недостаточность финансовых средств у инвесторов. В связи с этим, необходимо обеспечить торги мелкими лотами на фондовой бирже, что способствовало бы привлечению инвесторов и вкладчиков к участию на рынке ценных бумаг.

10. Необходимо обеспечить регулирование основных аспектов инфраструктуры, обслуживающих такой специфический и сравнительно новый сектор экономики, как фондовый рынок. Данный сектор экономики является неотъемлемой частью процесса финансовой глобализации. Без

достаточно развитого фондового рынка иностранные инвестиции потеряют свое экономическое предназначение.

11. Необходимо обеспечение строгого регулирования деятельности фондового рынка с целью предотвращения возникновения спекулятивных операций на рынке ценных бумаг, что может привести к финансовому дисбалансу и, в итоге, создать угрозу экономической безопасности страны.

12. Целесообразно обеспечение инфраструктуры для международной биржевой торговли на национальном фондовом рынке. Интеграция в международную торговлю ценными бумагами может стимулировать как отечественных, так и зарубежных инвесторов, а также дать возможность использования эффективных финансовых инструментов.

Национальный рынок ценных бумаг невелик по своему объему, тем не менее, мы должны четко представлять, что он должен иметь все необходимые атрибуты современного фондового рынка и быть адаптированным к мировой системе рынков капитала. Главной задачей государственного регулирования должно стать проведение политики максимального снижения рисков для инвесторов на рынке ценных бумаг, защита имущественных и неимущественных прав инвесторов и владельцев ценных бумаг, а также обеспечение экономической безопасности и правопорядка в данном секторе экономики. Эффективное использование потенциала рынка ценных бумаг - это фундаментальная основа для инвестирования средств в реальный сектор и строительства надежного сектора экономики республики.

СПИСОК ОПУБЛИКОВАННЫХ РАБОТ

1. Бакоева Г.М. Развитие банковского обслуживания экспортных и импортных операций//Замонавий халқаро муносабатлар ва Ўзбекистон Республикасида ислохотларнинг долларб муаммолари: Респ. илм.- амал. конф. матер. тўплами (май, 2007 й.). -Т.: ЖИДУ, 2007. -Б. 126-129.

2. Бакоева Г.М. Особенности и механизм функционирования финансового фьючерса, как финансового инструмента на фондовом рынке//Замонавий халқаро муносабатлар: Респ. илм.- амал. конф. матер. тўплами (май, 2008 й.). -Т.: ЖИДУ, 2008. -Б. 61-64.

3. Бакоева Г.М. Фондовый рынок Узбекистана: проблемы и пути их решения в условиях Узбекистана//Замонавий халқаро муносабатлар: Респ. илм.- амал. конф. матер. тўплами (май, 2008 й.). -Т.: ЖИДУ, 2008. -Б. 19-23.

4. Бакоева Г.М. Финансовые операции во внешнеэкономической деятельности: роль банков в обслуживании экспортных и импортных операций// Международный опыт создания финансово-промышленных групп и проблемы совершенствования корпоративного управления в Узбекистане: Матер. межд. науч.-прак. конф. Часть I (22 мая 2008г.). -Москва, Московский гуманитарно-экономический институт, 2008. -С. 315-319.

5. Бакоева Г.М. Роль финансовой стабильности и таможенного механизма в обеспечении экономической безопасности Узбекистана//Ўзбекистон Республикаси иқтисодий ҳавфсизлигини таъминлашда божхона механизмини такомиллаштириш масалалари: Респ. илм.- амал. конф. матер. тўплами (28-29 май, 2008 й.). -Т.: Олий харбий божхона институти, 2008. -Б. 75-77.

6. Бакоева Г.М. Особенности современной теории и гносеология финансовых спекуляций на фондовом рынке // Молодежь в науке и культуре XXI века: Международный научно-творческий форум (6-7 ноября 2008 г.). -Челябинск, 2008. -С.232-235.

7. Бакоева Г.М. Современное состояние рынка ценных бумаг в Узбекистане: анализ деятельности банков и инвестиционных институтов// Глобаллашув жараёни: тенденциялари, истикболлари ва муаммолари: Респ. илм.-амал. конф. матер. тўплами (ноябрь, 2008 й.). -Т.: ЖИДУ, 2008. -Б. 97-99.

8. Бакоева Г.М. Интеграционные процессы: особенности развития фондовых рынков стран СНГ в современных условиях // Глобаллашув жараёни: тенденциялари, истикболлари ва муаммолари: Респ. илм.-амал. конф. матер. тўплами (ноябрь, 2008 й.). -Т.: ЖИДУ, 2008. -Б. 68-71.

9. Бакоева Г.М. Значение финансовых инструментов в развитии мирового инвестиционного рынка//Формирование интеллектуального, творческого и духовного потенциала личности учащихся в современных условиях: Сбор. науч.-метод. статей в 24 частях, часть 9 (март 2009г.). -Ташкент, Узбекский научно-исследовательский институт педагогических наук им. Кары-Ниязи, 2009. -С. 45-47.

10. Бакоева Г.М. The world market of derivatives: are futures riskier than options?//Глобаллашув жараёни: тенденциялари, истикболлари ва муаммолари: Респ. илм.-амал. конф. матер. тўплами (май, 2009 й.). -Т.: ЖИДУ, 2009. -Б. 136-138.

11. Бакоева Г.М. Значение финансовых инструментов в развитии мирового инвестиционного рынка//Глобаллашув жараёни: тенденциялари, истикболлари ва муаммолари: Респ. илм.-амал. конф. матер. тўплами (май, 2009 й.). -Т.: ЖИДУ, 2009. -Б. 182-184.

12. Бакоева Г.М. The world financial crisis: solutions that can be implemented against negative consequences in terms of Uzbekistan//Банк тизимини такомиллаштириш ва тижорат банклари инвестицион фаоллигини ошириш: Респ. илм.-амал. конф. матер. тўплами (11 май 2009 й.). -Т.: Ўзбекистон банк-молия академияси, 2009. -Б. 151-154.

13. Бакоева Г.М. Особенности минимизации рисков инвестиционной деятельности банков на рынке ценных бумаг//Банк тизимини такомиллаштириш ва тижорат банклари инвестицион фаоллигини ошириш: Респ. илм.-амал. конф. матер. тўплами (11 май 2009 й.). -Т.: Ўзбекистон банк-молия академияси, 2009. -Б. 410-413.

14. Бакоева Г.М. Фондовый рынок Узбекистана: особенности функционирования финансовых инструментов//Биржа Эксперт.-Ташкент, 2009. - №11.-С.48-50.

15. Бакоева Г.М. Использование финансовых инструментов на международном инвестиционном рынке в условиях мирового финансово-экономического кризиса//Международные отношения.-Ташкент, 2009. - №2. - С.66-71.

16. Бакоева Г.М. Особенности дальнейшего устойчивого развития фондового рынка в условиях Узбекистана // Биржа Эксперт. -Ташкент, 2010. - №9.-С.57-60.

17. Бакоева Г.М. Деятельность коммерческих банков на фондовом рынке Республики Узбекистан в условиях посткризисного восстановления финансовой системы//Международные отношения.-Ташкент, 2010.-№2.-С.44-50.

18. Бакоева Г.М. Особенности функционирования фондового рынка Германии в условиях интеграции Европейского Союза//Европа Иттифоқи ва Ўзбекистоннинг иқтисод ва бизнес соҳасидаги ҳамкорлиги: тадбиркорлик фаолияти истикболлари: респ. илм.- амал. конф. матер. тўплами (25 август 2010 й.). -Т.: ЖИДУ, 2010. -Б. 17-22.

19. Бакоева Г.М. Рынок облигаций, как основной финансовый инструмент фондового рынка в условиях перехода к посткризисному периоду// Иқтисодиёт ва таълим. – Ташкент, 2010. - №4.-С.69-72.

20. Бакоева Г.М. Особенности дальнейшего устойчивого развития фондового рынка в условиях Узбекистана//Глобаллашув жараёнлари: тенденциялари, истикболлари ва муаммолари: Респ. илм.- амал. конф. матер. тўплами (май, 2010 й.). -Т.: ЖИДУ, 2010. -Б. 8-10.

Бақоева Гулбаҳор Матёқубовнанинг иқтисод фанлари номзоди илмий даражаси олнш учун 08.00.09 – «Жаҳон иқтисодиёти ва халқаро иқтисодий муносабатлар» ихтисослиги бўйича «Молиявий инструментлар самарадорлиги: халқаро тажриба ва уни Ўзбекистонда қўллаш истикболлари» мавзусидаги диссертацияси

РЕЗЮМЕСИ

Таянч сўзлар: молиявий глобаллашув, деривативлар, клиринг амалиётлари, қимматли коғозлар бозори, ликвидлилик даражаси, жаҳон молиявий инкирози, инкирозга қарши чоралар, халқаро тажриба, ички ва ташқи инвесторлар.

Тадқиқот объекти: халқаро, минтақавий ва миллий молиявий инструментлар бозорлари, ҳамда уларга мос институционал тизимлар.

Иш мақсади: молиявий инструментлар бозорининг халқаро, минтақавий ҳамда миллий иқтисодиётдаги асосий ривожланиш суръатларини инобатга олган ҳолда Ўзбекистон фонд бозорига мос келувчи молиявий инструментларнинг самарадорлигини баҳолаш мезонлари бўйича таклифлар комплексини ишлаб чиқиш.

Тадқиқот усули: умумилмий усул, диалектик билиш усули, ташкилий ва тизимли ёндашув, иқтисодий ва математик усул, график моделлаштириш, корреляцион ва регрессион таҳлил, киёсий таҳлил.

Олинган натижалар ва уларнинг янгилиги: молиявий глобаллашуви жараёни нуқтаи назардан жаҳон сармоявий бозорининг ривожланишида молиявий инструментларнинг ўзига хос жиҳатлари аниқланди; жаҳондаги уч йирик фонд биржаларида молиявий инструментларнинг самарали қўлланилишининг ўзига хос хусусиятлари устувор йўналишлари аниқланди; Ўзбекистон фонд бозорининг ҳозирги кундаги аҳволини инобатга олган ҳолда молиявий инструментларни самарали ишлатишда халқаро тажриба асосида фонд бозори фаолиятининг яхшиланиши бўйича таклифлар ишлаб чиқилди.

Тадқиқотнинг амалий аҳамияти шундан иборатки, диссертация ишида ишлаб чиқилган ҳамда аниқланган моделлар халқаро тажрибадан келиб чиқади ва уни умумлаштиради, молиявий инструментларни оптималлаштиради ва уларнинг самарали қўлланишига кўмаклашади, Ўзбекистон молия бозорида молиявий инструментларнинг самарадорлигини баҳолашда назарий, методологик ва амалий асос бўлиб хизмат қилади.

Татбиқ этиш даражаси ва иқтисодий самарадорлиги: ишнинг илмий натижалари муаллиф томонидан бир қатор мақолаларда чоп этилди. Ушбу тадқиқот ишидаги тавсиялар Ўзбекистон фонд бозори фаолиятида амалий қўлланилиши мумкин.

Қўлланиш соҳаси: тадқиқот ишининг асосий ҳолатлари ва натижалари “Халқаро молия” ва “Молиявий инструментлар” фанлари бўйича илмий материал ҳамда ўқув қўлланмалари ташкил қилишида қўлланилади.

РЕЗЮМЕ

Диссертации Бакоевой Гулбахор Матякубовны на тему
«Эффективность финансовых инструментов: международный опыт и перспективы применения в Узбекистане» на соискание ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.09 – «Мировая экономика и международные экономические отношения»

Ключевые слова: финансовая глобализация, деривативы, клиринговые операции, рынок ценных бумаг, уровень ликвидности, мировой финансово-экономический кризис, антикризисные меры, международный опыт, отечественные и иностранные инвесторы.

Объект исследования: мировой, региональные, национальные рынки финансовых инструментов с соответствующими институциональными структурами.

Цель научного исследования: разработка комплекса предложений по оценке эффективности финансовых инструментов, которые адекватно соответствуют финансовому рынку Узбекистана, учитывая основные тенденции развития рынка финансовых инструментов в мировой, региональной и национальной экономиках.

Методы исследования: общенаучный метод, диалектический метод познания, организационный и системный подходы, экономико-математические методы, графическое моделирование, корреляционно-регрессионный анализ и сравнительный анализ.

Полученные результаты и их научная новизна: выявлены свойства финансовых инструментов с точки зрения развития мирового инвестиционного рынка в условиях финансовой глобализации; выявлены приоритетные направления функционирования трех крупнейших мировых фондовых бирж; учитывая современное состояние фондового рынка Республики Узбекистан, разработаны рекомендации по дальнейшему улучшению деятельности фондового рынка.

Практическая значимость: выявленные в диссертации модели учитывают и обобщают международный опыт, оптимизируют финансовые инструменты и способствуют их эффективному функционированию, создают теоретическую, методологическую и практическую базу для оценки эффективности финансовых инструментов на финансовом рынке.

Степень внедрения и экономическая эффективность: результаты работы были опубликованы автором в научных статьях. Рекомендации данного исследования могут быть использованы в дальнейшем функционировании фондовой биржи Узбекистана.

Область применения: основные положения и результаты диссертационного исследования могут быть использованы при создании научного материала и подготовке учебного пособия по предметам «Международные финансы» и «Финансовые инструменты».

RESUME

Thesis of Baqoeva Gulbahor Matyakubovna on the scientific degree competition of the doctor of philosophy in economics on specialty 08.00.09 “World Economy and International Economic Relations” on subject “Efficiency of financial tools: international experience and perspectives of its implementation in Uzbekistan”

Key words: financial globalization, derivatives, clearing operations, securities market, liquidity level, world financial-economical crisis, anti crisis measures, international experience, domestic and foreign investors.

Subject of inquiry: world, regional and national markets of financial tools with confirming institutional establishments.

Aim of the inquiry: work out the complex of supplements on estimation of efficiency level of financial tools, which could adequately meet the requirements of financial market of Uzbekistan in accordance with main tendencies of world development of financial tools’ trading in regional and national levels.

Method of the inquiry: scientific method, dialectical method of knowledge, organizational and systematic approach, economical and mathematical methods, graphical modeling, correlation and regression analysis and comparing analysis.

The results achieved and their novelty: it was distinguished the specific points of financial tools in point of view of world investment market development in terms of financial globalization; it was shown the prior ways of functioning of three greatest world Stock Exchanges and estimated their methods of efficient implementation of financial tools; it was worked out the recommendations for further development of domestic security market activity taking into account the modern situation in the fund market of the Republic of Uzbekistan.

Practical value: the essential findings and models worked out in the research are taking into account and combining the international experience, optimizing financial tools and contributing to their effectively functioning. Meanwhile the dissertation research data can found theoretical, methodological and practical base for estimating the efficiency level of financial tools in financial market.

The degree of embed and economic effectiveness: the results and findings of the research were published by author in several scientific journals. The recommendations of the research can be implemented in further activity of the fund market of Uzbekistan.

The area of application: the main issues and results of the dissertation research could be implemented in working out of the scientific materials and preparing study case on such subjects as “International finance” and “Financial tools”.

Подписано в печать 12.04.11
Формат 84x108 1/32.
Объем 1,7 п.л. Тираж 100.

Отпечатано в УМЭД.
100077, Ташкент, проспект Мустакиллик, 54.