

**ТОШКЕНТ ДАВЛАТ ИҚТИСОДИЁТ УНИВЕРСИТЕТИ ВА
ЎЗБЕКИСТОН РЕСПУБЛИКАСИ БАНК-МОЛИЯ АКАДЕМИЯСИ
ХУЗУРИДАГИ ИЛМИЙ ДАРАЖАЛАР БЕРУВЧИ
DSc.27.06.2017.I.16.03 РАҚАМЛИ ИЛМИЙ КЕНГАШ**

ТОШКЕНТ ДАВЛАТ ИҚТИСОДИЁТ УНИВЕРСИТЕТИ

СУЛТАНОВ МАХМУД АХМЕДОВИЧ

**ЎЗБЕКИСТОНДА ИНВЕСТИЦИЯ ФОНДЛАРИНИ РИВОЖЛАНТИРИШ
ИСТИҚБОЛЛАРИ**

08.00.07 – Молия, пул муомаласи ва кредит

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

Тошкент – 2019

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

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

**Content of Dissertation Abstract of Doctor of Philosophy
(PhD) on economical sciences**

Султанов Махмуд Ахмедович

Ўзбекистонда инвестиция фондларини ривожлантириш истиқболлари . 3

Султанов Махмуд Ахмедович

Перспективы развития инвестиционных фондов в Узбекистане 27

Sultanov Makhmud Akhmedovich

Investment funds development prospects in Uzbekistan 51

Эълон қилинган ишлар рўйхати

Список опубликованных работ

List of published works 55

**ТОШКЕНТ ДАВЛАТ ИҚТИСОДИЁТ УНИВЕРСИТЕТИ ВА
ЎЗБЕКИСТОН РЕСПУБЛИКАСИ БАНК-МОЛИЯ АКАДЕМИЯСИ
ХУЗУРИДАГИ ИЛМИЙ ДАРАЖАЛАР БЕРУВЧИ
DSc.27.06.2017.I.16.03 РАҚАМЛИ ИЛМИЙ КЕНГАШ**

ТОШКЕНТ ДАВЛАТ ИҚТИСОДИЁТ УНИВЕРСИТЕТИ

СУЛТАНОВ МАХМУД АХМЕДОВИЧ

**ЎЗБЕКИСТОНДА ИНВЕСТИЦИЯ ФОНДЛАРИНИ РИВОЖЛАНТИРИШ
ИСТИҚБОЛЛАРИ**

08.00.07 – Молия, пул муомаласи ва кредит

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

Тошкент – 2019

Фалсафа доктори (PhD) диссертацияси мавзуси Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамаси ҳузуридаги Олий аттестация комиссиясида В2017.2.PhD/Iqt214 рақам билан рўйхатга олинган.

Диссертация Тошкент давлат иқтисодиёт университетида бажарилган.

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

Илмий раҳбар:

Каримов Нарбой Ганиевич
иқтисодиёт фанлари доктори, профессор

Расмий оппонентлар:

Жумаев Нодир Хосиятович
иқтисодиёт фанлари доктори, профессор

Саттаров Одилжон Бердимуратович
иқтисодиёт фанлари доктори

Етакчи ташкилот:

Тошкент молия институти

Диссертация ҳимояси Тошкент давлат иқтисодиёт университети ва Ўзбекистон Республикаси Банк-молия академияси ҳузуридаги DSc.27.06.2017.I.16.03 рақамли илмий кенгашнинг 2019 йил «20» июнь соат 16⁰⁰даги мажлисида бўлиб ўтади. Манзил: 100003, Тошкент шаҳри, Ислом Каримов кўчаси, 49-уй, Тел.: (99871) 239-28-72, факс: (99871) 239-43-51, mail:tdiu@tdiu.uz.

Диссертация билан Тошкент давлат иқтисодиёт университети Ахборот-ресурс марказида танишиш мумкин (__рақами билан рўйхатга олинган). Манзил: 100003, Тошкент шаҳри, Ислом Каримов кўчаси, 49-уй, Тел.: (99871) 239-28-72, факс: (99871) 239-43-51, E-mail:tdiu@tdiu.uz.

Диссертация автореферати 2019 йил «20» июнь куни тарқатилди.

(2019 йил «7» июнь 9- рақамли реестр баённомаси).

А.Ш.Бекмуродов

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

У.В.Гафуров

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

Н.Х. Жумаев

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

КИРИШ (фалсафа доктори (PhD) диссертацияси аннотацияси)

Диссертация мавзусининг долзарблиги ва зарурати. Дунё молия бозорида институционал инвесторлар ўртасида жиддий рақобат кузатилаётганига қарамай, инвестиция фондларининг инвесторлар пул маблағларини жалб қилишдаги салоҳияти ошиб бормоқда. 2018 йил бошига келиб, «дунё бўйича инвестиция фондларининг соф активлари қиймати деярли 49,3 трлн. долларга етиб, ўтган йилга нисбатан 22,1 фоизга ошган. Улар таркибида қимматли қоғозлар бозорининг англо-саксон моделига хос АҚШда 17,4 фоиз, Европа (герман)га хос модели мамлакатларидан Германияда 22,1 фоиз, гибрид моделига мансуб давлатлардан Хитойда 37,6 фоиз ва Россияда 52,4 фоизга ошган»¹. Жаҳон мамлакатлари бўйича инвестиция фондлари соф активлар қиймати ошишининг нотекислигига қарамай, бу масала юзасидан муҳим икки қонуният кузатилади: биринчидан, мамлакат қанчалик бой ва унинг ривожланиш даражаси нечоғли юқори ва ўсиш суръатлари барқарор бўлса, унда инвестиция фондлари ривожланиши учун зарур имкониятлар мавжуд; иккинчидан, инвестиция фондлари ривожланишига оид тарихий тажриба қанчалик катта бўлмасин, давлат томонидан яратилаётган шароит ва дастаклар юксалишнинг белгилловчи омили сифатида изоҳланади.

Бугунги кунда жаҳон иқтисодиётида инвестиция фондларининг фаоллиги, уларнинг янги инновацион шакллари ва рақамли иқтисодиёт элементларидан кенг фойдаланиш бўйича тадқиқотлар олиб борилмоқда. Бунда қимматли қоғозлар бозорида фаоллиги ошиб бораётган индекс фондлари, шунингдек, пай инвестиция фондлари соф активлар қийматининг ўзгаришига таъсир этувчи омилларни баҳолаш долзарб масалардан бири ҳисобланади. Шу билан бирга бошқарувчи компания томонидан инвестиция фонди активларини бошқаргани учун тўланадиган мукофот пулини соф активлар қиймати ўсишига нисбатан рағбатлантириш, давлатнинг қимматли қоғозлар бозорини ташкилий моделига мансублиги, инвестиция фондларининг ривожланиш қонуниятлари, давлат тартибга солиш тадбирлари самарадорлиги, инвестиция портфели диверсификацияси бўйича илмий изланишлар олиб боришни тақозо этади.

Жаҳон молия бозорида жозибадор ҳисобланган инвестиция фондлари Ўзбекистон қимматли қоғозлар бозорида ўз мавқеини йўқотиб бормоқда. Шу муносабат билан ҳозирда инвестицион воситачилар ёрдамида қимматли қоғозлар бозорига аҳоли маблағларини жалб этиш - «иқтисодиётни ривожлантиришда аҳоли қўлида тўпланган маблағларни инвестиция шаклида ҳаракатга келтириш, одамларда тадбиркорлик ҳиссини кучайтириш муҳим вазифаларимиздан биридир»². Дарҳақиқат, аҳоли пул маблағларини жалб этиш ва инвестиция объектларига йўналтиришда воситачилик қилувчи инвестиция фондларининг сони 1996-1998 йиллар давомида республикамызда 86 та хусусийлаштириш инвестиция фонд (ХИФ)и ташкил этилган бўлса, 2019 йил

¹ ICI. Investment Company Fact Book, 2017.

² Ўзбекистон Республикаси Президенти Шавкат Мирзиёевнинг Олий Мажлисга мурожаатномаси. 2017 йил 22 декабрь. -www.uza.uz

бошига келиб, 9 тагача тушиб кетди. Ўзбекистонда инвестиция фондлари томонидан 2,32 млрд. сўм номиналга эга акциялари муомалага чиқарилган бўлиб, унинг мамлакатимиздаги барча акционерлик жамиятлари томонидан муомалага чиқарилган (59439,42 млрд. сўм) акцияларга нисбатан улуши 0,0039 фоизни ташкил этади. Бундай ҳолат мамлакатимизда инвестиция фондларининг иқтисодиётдаги салмоғи жуда паст ва у талаб даражада эмаслигини кўрсатади. Ҳозирги кунда фонд бозорида инвестиция фондларининг рақобатбардош эмаслиги, уларнинг акцияларига эгалик қилаётган акциядорлик жамиятлари ўртасида эркин бозор механизмининг етарли даражада ишламаётганлиги инвестиция фондларининг ривожланишига тўсқинлик қилмоқда.

Диссертация иши муайян даражада Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2017 йил 7 февралдаги ПФ-4947-сонли «Ўзбекистон Республикасини янада ривожлантириш бўйича Ҳаракатлар стратегияси тўғрисида»ги, 2015 йил 24 апрелдаги ПФ-4720-сонли «Акциядорлик жамиятларида замонавий корпоратив бошқарув услубларини жорий этиш чоратадбирлари тўғрисида»ги, Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2019 йил 17 январдаги ПФ-5635-сонли «2017–2021 йилларда Ўзбекистон Республикасини ривожлантиришнинг бешта устувор йўналиши бўйича Ҳаракатлар стратегиясини «Фаол инвестициялар ва ижтимоий ривожланиш йили»да амалга оширишга оид давлат дастури тўғрисида»ги фармонлари ва бошқа ушбу соҳадаги норматив-ҳуқуқий ҳужжатларда белгиланган вазифаларни амалга оширишга хизмат қилади.

Тадқиқотнинг республика фан ва технологиялари ривожланишининг устувор йўналишларига боғлиқлиги. Диссертация тадқиқоти республика фан ва технологиялар ривожланишининг I. «Демократик ва ҳуқуқий жамиятни маънавий-ахлоқий ва маданий ривожлантириш, инновацион иқтисодиётни шакллантириш» устувор йўналишига мувофиқ бажарилган.

Муаммонинг ўрганилганлик даражаси. Инвестиция фондлари фаолияти билан боғлиқ муаммоларнинг назарий ва амалий жиҳатлари П.Штольте, Дж. Сорос, У. Шарп, Г.Марковиц, Э.Фама, К.Френч, Ш.Фаруки, Л.Гитман, М. Джонк каби хорижлик тадқиқотчиларнинг ишларида акс эттирилган³.

Мустақил давлатлар ҳамдўстлиги мамлакатларида инвестиция фондларининг шаклланиши ва фаолият масалалари А.Абрамов, А.Гончаров, О.Жданова, Е.Стоянова, В.Котиков, И.Алексеева, К.Астапов, Я.Басенко, Н.Берзон, Т.Блохина, А.Гетманская, Л.Решедько, Ю.Рубин, В.Солдаткин, В.Корнев, Р.Кокорев, А.Кузнецов, А.Михайлов, И.Ноздрева, Р.Хафизова, О.Хмыз ва А.Фридман каби россиялик олимларнинг ишларида кўриб чиқилган⁴.

³Штольте П. Инвестиционные фонды: Пер. с нем. – М.: Финстатинформ: интерэксперт, 1996.-168 с., Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж. Инвестиции: Пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 1999. - XII, 1025 с.; Фаруки Ш., Англо-русский/Русско-английский Словарь банковских и финансовых терминов. Институт Экономического Развития при Всемирном банке, Государственная Финансовая Академия. Издано в США, 1993. .³ Гитман Л. Джонк М., Основы инвестирования. – М.: Дело, 1999 г. с.642.

Мамлакатда инвестиция фондлари фаолияти 1996 йилдан бошлангани боис, 1998-2012 йиллар тадқиқига оид илмий изланиш намуналарида кўпроқ Ўзбекистоннинг мустақилликка эришгандан кейинги даврни қамраб олган бўлиб, улар одатда қимматли қоғозлар бозорининг алоҳида сегментини ёки унга алоқадор муайян институтни амалий жиҳатдан кўриб чиқишга бағишланиб, улар бўйича Н.Жумаев, Ш.Шохаъзамий, М.Ҳамидуллин, И.Бутиков, Н.Каримов, Ф.Ҳамидова М.Султонбаева,⁵ каби иқтисодчи олимлари изланишлар олиб борганлар.

2017-2018 йилларда диссертация ишларини химоя қилган тадқиқотчилардан М.Султонбаева, У.Халиков ва Х.Худойкулов⁶ларнинг илмий ишларида инвестиция фондининг бир тури бўлган венчур фондларини республикамизда қўллаш, фонд бозори орқали инвестицияларни жалб этишдаги мавжуд муаммолар ва «Тошкент» фонд биржасида муомалада бўлган активларни баҳолаш бўйича илғор хорижий тажрибалардан фойдаланиш имкониятларига алоҳида эътибор қаратилган.

Юқоридаги олим ва тадқиқотчиларнинг ишлари муҳим илмий ва услубий манба ҳисобланади. Аммо уларнинг ишларида республикамизда инвестиция фондлари ривожланишининг ҳозирги шарт-шароитлари, тенденциялари ва пай

⁴Абрамов А.Е. Инвестиционные фонды: доходность и риски, стратегии управления портфелем, объекты инвестирования в России. – М.Альпина Бизнес Букс, 2005. - 416с.; Астапов К.Л. Фондовый рынок как механизм стимулирования развития российской экономики//Финансы.2012. №10. – с. 60-64; Басенко Я.С., Алексеева И.А. Понятие, признаки и состав коллективных инвесторов//Деньги и кредит. – 2012. - №3. – с.56-63; Рынок ценных бумаг. Уч. под общей ред. Н.И.Берзона. – М.: Юрайт, 2011. – 567с.; Блохина Т.К. Институциональные инвесторы в концепции развития российского фондового рынка: дис.доктора экон.наук. – М.; 2000. - 303 с.; Гетманская А.Д. Развитие деятельности институциональных инвесторов на российском фондовом рынке. Дис.канд.экон.наук. – Ростов- на Дону: 2014-174 с.; Гончаров А.И. Инвестиционный пай как удостоверение права на собственную долю имущества в фонде. Вестн. Волгогр. гос. ун-та. Сер. 5, Юриспруд; Жданова О.А. Паевой инвестиционный фонд интеллектуальной собственности как новый институт рынка коллективного инвестирования // Финансы. 2016. № 5. С. 74–76, 2014; Котилов В. Хедж фонды: Игра на рынке по новым правилам.-М.: Альпина Бизнес Букс, 2006.-с. 94; Ноздрева И.В. Небанковские институциональные инвесторы: зарубежный и отечественный опыт: дис.к.э.н. – М.: 2002. – 169 с; Решедько Л. В. Проблемы и перспективы развития паевых инвестиционных фондов / Л. В. Решедько // Интерэкс - по Гео - Сибирь. 2016. № 2. С. 37–41;Рубин Ю.Б., Солдаткин В.И. Инвестиционно-финансовый портфель.-М.; Соминтэк 1993. с. 541; Стоянова Е.С. Финансовый менеджмент. Теория и практика. Уч. для вузов. -М.: Перспектива, 2006, с.656 Хмыз О.В. Институциональные инвесторы и инвестиционный потенциал России в посткризисный период.//ДиК.-2011.- №7с. 34-39.; Хафизова Р.Г. Секьюритизация активов на основе паевых инвестиционных фондов. ISSN 2305-4212. «Казанский экономический вестник». 2016. № 6(26); Фридман А.И. Понятие инвестиционного фонда и инвестиционного юридического лица // Право. Журнал Высшей школы экономики. 2017. № 2. С. 68–79.

⁵Жумаев Н.Х. Жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози: моҳияти, сабаб-оқибатлар ва Ўзбекистонга тасири. – Тошкент, 2009.; Ҳамидова Ф.А. Анализ и пути привлечения портфельных инвестиций в приватизированные предприятия. Автор-т к.э.н. БМА, 2008; Султонбаева М.Б. Ўзбекистон Республикасида инвестиция фондларини ривожлантиришда хориж тажрибасидан фойдаланиш. И.ф.н автор-ти Ў.Р. БМА. 2012 шун-дек, и.ф.д. диссертация автор-глари: Бутиков И.Л. Проблемы формирования и функционирования рынка ценных бумаг в Узбекистане. БФА, 2009; Ҳамидуллин М.Б. Развитие финансового механизма корпоративного управления БФА, 2010; Шохаъзамий Ш.Ш. Методологические основы и приоритеты стратегического развития рынка ценных бумаг в Узбекистане. БФА, 2011. Каримов Н. Иқтисодий интеграциялашув шароитида инвестиция фаолиятини молиялаштиришнинг бозор механизмларини жорий этиш масалалари. – Т.: Фан ва технология, 2007.;

⁶Халиков У.Р. Ўзбекистонда фонд бозори орқали инвестицион фаолиятни молиялаштиришни такомиллаштириш. Иқтисодиёт фанлари бўйича фалсафа доктори (PhD) диссертацияси автореферати. БМА-2018 йил, Султонбаева М. Б. Ўзбекистонда инвестиция фондларини ривожлантиришнинг концептуал жиҳатлари. Иқтисодиёт фанлари доктори (DSc) диссертацияси автореферати. БМА.-Т.: 2017.-64 б, Худойкулов Х. Х. Фонд бозори активларини баҳолаш механизмини такомиллаштириш. Иқтисодиёт фанлари бўйича фалсафа доктори (PhD) диссертацияси автореферати. Т.: БМА-2018 йил.

фондларини ташкил этиш билан боғлиқ муаммолар етарли даражада тадқиқ этилмаган.

Шу сабабли, фонд бозорини фаоллигини ошириш мақсадида аҳоли пул маблағларини жалб этишга қаратилган Ўзбекистонда инвестиция фондларини янги турларидан-пай инвестиция фондларини тузиш билан боғлиқ тадқиқотларни амалга ошириш бугунги кунда долзарб ҳисобланади.

Диссертация мавзусининг диссертация бажарилган олий таълим муассасаси илмий тадқиқот ишлари билан боғлиқлиги. Тошкент давлат иқтисодиёт университетининг 2013-2018 йилларга мўлжалланган «Иқтисодиётни модернизация қилиш шароитида молия, банк ва ҳисоб тизимини мувофиқлаштиришнинг илмий асослари» мавзусидаги илмий лойиҳаси йўналишига мос келади.

Тадқиқотнинг мақсади Ўзбекистонда инвестиция фондларини ривожлантириш истиқболлари бўйича илмий асосланган услубий таклиф ва амалий тавсиялар ишлаб чиқишдан иборат.

Тадқиқотнинг вазифалари:

инвестиция фондининг моҳияти, функциялари, ижтимоий-иқтисодий жиҳатидан объектив зарурлиги ва таснифини тадқиқ этиш;

инвестиция фондларини ривожлантиришнинг хорижий мамлакатлар тажрибасини ёритиб бериш;

инвестиция фондлари инфратузилмасини ривожлантиришга оид назарий-ҳуқуқий асосларни ёритиб бериш;

Ўзбекистонда инвестиция фондларининг вужудга келиши ва ҳуқуқий институционал асосларини баҳолаш;

маҳаллий қимматли қоғозлар бозорида инвестиция фондлари фаолиятининг молиявий кўрсаткичларини таҳлил қилиш;

Ўзбекистонда инвестиция фондлари соф активлар қийматига омиллар таъсирини баҳолашнинг эконометрик таҳлилин амалга ошириш;

Ўзбекистонда инвестиция фондларини ривожлантиришнинг хориж тажрибасидан фойдаланиш имкониятларини аниқлаш;

миллий иқтисодиётда инвестиция фондларини ривожлантириш йўллари бўйича илмий асосланган таклиф ва тавсиялар ишлаб чиқиш.

Тадқиқотнинг объекти Ўзбекистонда фаолият юритаётган инвестиция фондлари, Капитал бозорини ривожлантириш агентлиги ва Қимматли қоғозлар марказий депозитарийси давлат корхонаси ҳисобланади.

Тадқиқотнинг предмети инвестиция фондлари фаолиятини ривожлантириш жараёнида юзага келувчи иқтисодий муносабатлар ташкил этади.

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

Тадқиқотнинг илмий янгилиги қуйидагилардан иборат:

инвестиция фондлари активларини бошқарганлик учун ишончли бошқарувчига тўланадиган мукофот пули миқдорини фонднинг самарали ишлашига боғлиқ ҳолда табақалаштирилган шаклда белгилаш ёндашуви асосланган;

инвестиция фондларига акциядорлик жамиятининг умумий йиғилиши дивиденд тўлаш тўғрисида қарор қабул қилмаслик ҳолатларининг олдини олишда, мазкур акциядорлик жамиятларининг оддий акцияларини имтиёзли акцияларга алмаштириб беришга оид қимматли қоғозлар бозорини тартибга солиш давлат органи доирасида норматив-ҳуқуқий ҳужжат ишлаб чиқилиши зарурати асослаб берилган;

фаолият юритиш муддати ўтиб кетган хусусийлаштириш инвестиция фондлари ва лицензия талабларига мос келмайдиган инвестиция фондларини пай фондларига айлантиришнинг дастлабки босқичи ишлаб чиқилган;

инвестиция фондларининг назарий асосларини тадқиқ қилишда таснифлаш мезонлари таркибига кўшимча «операциялар туркумларига ихтисослашганлик ва ташкилий моделларига кўра фарқланиш» мезонини киритиш таклифи ишлаб чиқилган.

Тадқиқотнинг амалий натижалари қуйидагилардан иборат:

инвестиция фондининг соф активлари қийматини ўзгаришига таъсир қилувчи омилларни баҳолаш асосида эконометрик таҳлил амалга оширилган ва омилларнинг таъсирчанлик даражаси аниқланган;

инвестиция фондининг ижтимоий-иқтисодий мазмуни, улар фаолиятининг ҳуқуқий-меъёрий асослари ва таснифлаш мезонларини ўрганиб чиққан ҳолда инвестиция фонди тушунчасига оид муаллифлик таърифи шакллантирилган;

инвестиция фондлари фаолиятининг жорий ҳолатини таҳлил қилиш орқали уларнинг молиявий ҳолатига таъсир этувчи асосий омиллар аниқланган;

Ўзбекистон аҳолисининг асосий қисми Ислом динига эътиқод қилишини ҳисобга олган ҳолда, уларни фонд бозорига жалб этишда жаҳон бозорида фаоллиги ошиб бораётган ислом инвестиция фондлари туридан фойдаланиш зарурати асослаб берилди.

Тадқиқот натижаларининг ишончлилиги иқтисодчи олимларнинг инвестиция фондларини ривожлантириш истиқболлари бўйича илмий-назарий фикрларини қиёсий ва танқидий таҳлил қилиш, маҳаллий ва илғор хориж тажрибасидаги норматив-ҳуқуқий асосларни ўрганиш ва умумлаштириш, республикамизда инвестиция фондлари молиявий ҳолати натижалари ҳамда миллий ва халқаро нуфузли ташкилотларнинг расмий манбаларига асосланганлиги, жумладан, капитал бозорини ривожлантириш агентлиги, шунингдек, «Қимматли қоғозлар марказий депозитарийси» давлат корхонасининг статистик маълумотларига асосланиб, жараёни таҳлил қилиш орқали хулосалар қилинганлиги билан белгиланади.

Тадқиқот натижаларининг илмий ва амалий аҳамияти. Тадқиқот натижаларининг илмий аҳамияти капитал бозорини ривожлантириш стратегиясини ишлаб чиқиш, ҳамда фонд бозорида инвестиция фондларини

ривожлантириш истиқболларига оид илмий тадқиқотларни амалга оширишда фойдаланиш мумкинлиги билан изоҳланади.

Тадқиқот натижаларининг амалий аҳамияти капитал бозорини ривожлантириш стратегиясини ишлаб чиқишда фойдаланиш, шунингдек, хорижий инвесторлар, хўжалик субъектлари, молиявий институтлар ва аҳолининг эркин маблағларини жалб этиш ва жойлаштириш мақсадида қабул қилинадиган қонун ва қонун ости ҳужжатлари, мамлакат Президентининг фармонлари, қарор ва фармойишлар, Вазирлар Маҳкамасининг қарорлари ва соҳага оид бошқа меъёрий ҳужжатларни ишлаб чиқишда қўллаш мумкинлиги билан белгиланади.

Тадқиқот натижаларининг жорий қилиниши.

Ўзбекистонда инвестиция фондларини ривожлантириш истиқболлари бўйича олинган илмий тадқиқот натижалари асосида:

инвестиция фондларида активларини бошқарганлик учун ишончли бошқарувчига ажратиладиган қатъий белгиланган мукофот пулини соф активлар қиймати ошишини рағбатлантириш мақсадида табақалаштирилган ҳолда белгилаш тартиби «Daromad Plus» IF AJда жорий этилган (Қимматли қоғозлар бозорини мувофиқлаштириш ва ривожлантириш марказининг 2018 йил 28 майдаги 02-02/05-14-170-сон маълумотномаси). Ушбу таклифнинг «Daromad Plus» IF AJга жорий этилиши натижасида 2010 йилда соф активлар қиймати 1372,8 млн. сўм ва 2011 йилда 1531,3 млн. сўмни ташкил этган; соф активлар қийматининг 5 фоизгача миқдорида белгилаш мумкин бўлган мукофот пулини 2010-2011 йилларда 4,63 фоиз ва 4,64 фоизгача пасайтириш тартиби қўлланилиб, мос равишда 5,08 ва 5,45 млн. сўм иқтисодий самарага эришилган;

инвестиция фондлари фаолияти самарадорлигини ошириш мақсадида дебитор қарздорлигини сезиларли даражада қисқартиришга хизмат қилувчи, яъни акциядорлик жамиятларининг дивиденд бермаётган акцияларини имтиёзли акцияларга айлантиришнинг янги тартибини қўллаш бўйича берилган таклиф Қимматли қоғозлар бозорини мувофиқлаштириш ва ривожлантириш маркази фаолиятига жорий этилган (Қимматли қоғозлар бозорини мувофиқлаштириш ва ривожлантириш марказининг 2018 йил 28 майдаги 02-02/05-14-170-сон ва 02-02/05-14-171-сон маълумотномалари). Ушбу таклифнинг инобатга олиниши натижасида 2014 йилгача тўпланиб қолган 425,8 млн. сўмлик дебитор қарзлари, 2015 йил давомида 344,9 млн. сўмгача камайтирилиб, ундирилган маблағлар инвестиция фондлари соф активлар қийматини оширишга йўналтирилган;

фаолият юритиш муддати ўтиб кетган хусусийлаштириш инвестиция фондлари ва лицензия талабларига мос келмайдиган инвестиция фондларини тижорат банкларида инвестиция активларини ишончли бошқарувчиси профессионал фаолият турини жорий қилиш орқали, пай фондларини тузиш таклифи Марказ томонидан «Молия бозорини узоқ ва ўрта муддатга ривожлантириш концепцияси»ни ишлаб чиқишда фойдаланиш мақсадида қабул қилинган (Қимматли қоғозлар бозорини мувофиқлаштириш ва ривожлантириш марказининг 2018 йил 28 майдаги 02-02/05-14-170-сон ва 02-02/05-14-171-сон

маълумотномалари). Ушбу таклифларнинг амалиётга жорий этилиши инвестиция ва пай фондларига оид қонун ҳужжатларига тегишли ўзгартиришлар киритиш, аҳоли қўлида тўпланган маблағларини инвестиция фондлари ўртасида рақобатни кучайтириши орқали инвестиция шаклида ҳаракатга келтириш, шунингдек, банкларнинг инвестиция активларини ишончли бошқарувчиси сифатида пай фондларини тузиши орқали омманинг бўш ишламай ётган маблағларини иқтисодиётнинг реал секторига жалб этишга эришилган;

Қимматли қоғозлар бозорини мувофиқлаштириш ва ривожлантириш марказини Ўзбекистон Республикаси Хусусийлаштирилган корхоналарга кўмаклашиш ва рақобатни ривожлантириш давлат қўмитаси таркибидан чиқариш ва бевосита Ўзбекистон Республикаси ҳукуматига бўйсунуши ва инвестиция фондлари бўйича норматив-ҳуқуқий ҳужжатларни жаҳон андозаларига мослаштириш орқали қонунчилик базасини такомиллаштириш бўйича таклифларидан Қимматли қоғозлар бозорини мувофиқлаштириш ва ривожлантириш маркази амалиётида фойдаланилган (Қимматли қоғозлар бозорини мувофиқлаштириш ва ривожлантириш марказининг 2018 йил 28 майдаги 02-02/05-14-170-сон маълумотномаси). Ушбу таклифларнинг амалиётга жорий этилиши натижасида давлат органларининг бир-бирини такрорловчи, ортиқча назорат функциялари бекор қилиниб, янги давлат органи – Капитал бозорини ривожлантириш агентлиги ташкил этилган.

Тадқиқот натижаларининг апробацияси. Мазкур тадқиқот натижалари 26 та, шу жумладан, 10 та республика ва 16 (2 таси хорижий) халқаро илмий-амалий конференцияда маъруза шаклида баён этилган ва муҳокамадан ўтказилган.

Тадқиқот натижаларининг эълон қилиниши. Диссертация мавзуси бўйича жами 39 та илмий иш, жумладан Ўзбекистон Республикаси Олий аттестация комиссияси эътироф этган журналларда 13 та, нуфузли хорижий журналларда 1 та илмий мақола нашр этилган.

Диссертациянинг ҳажми ва тузилиши. Диссертация таркиби: кириш, учта боб, 8 та параграф, хулоса, фойдаланилган адабиётлар рўйхати ва 14 та иловалардан иборат. Диссертация ҳажми 150 бетни ташкил этган.

ДИССЕРТАЦИЯНИНГ АСОСИЙ МАЗМУНИ

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

Диссертациянинг «**Инвестиция фондларини ривожлантиришнинг назарий-услубий асослари**» деб номланган биринчи бобида инвестиция фондининг моҳияти, ижтимоий-иқтисодий жиҳатидан объектив зарурлиги, функциялари ва таснифи, инвестиция фондларини ривожлантиришнинг хорижий мамлакатлар тажрибаси ва инвестиция фондларининг инфратузилмаси илмий-назарий ва услубий жиҳатдан ёритиб берилган.

Инвестиция фондлари (ИФ) тараққиёти аҳоли омонатлари ва жамғармаларини қимматли қоғозларга узок муддатли инвестициялаш мақсадлари учун жамлашга, шу орқали иқтисодиёт реал сектори корхоналарининг ишлаб чиқариш ресурсларини янгилаш ва кўпайтиришга хизмат қилиб, пировардида мамлакат иқтисодий ўсишини таъминлайди. ИФларни юзага келиш зарурати хусусий инвесторлар (асосан, аҳоли) томонидан фонд бозорида етарли малака ва кўникмалари камлигини эътироф этишгани ҳолда, инвестицион қарор қабул қилишни профессионал мутахассислар, жумладан, бошқарувчи компания ва воситачиларга бериш лозимлигини таъкидладилар.

Адабиётларда инвестицияларни турли шаклларга, яъни қўйилиш объектига қараб реал ва молиявий, шунингдек, қатнашиш характериға кўра бевосита ва портфель инвестицияларға фарқлашади, қонунчилигимизда эса мўлжалланган объектиға кўра капитал, инновация ва ижтимоий инвестицияларға бўлинади. Инвестицияларнинг қўйилиш объекти шаклини У. Шарпнинг куйидаги таърифи орқали ҳам ифодалаш мумкин: «Реал инвестициялар (real investments) асосан моддий активларға (ер, ускуналар, заводлар) қилинган инвестициялардир. Молиявий инвестициялар (financial investments) – бу қоғозда битилган шартномалардир. Буларға оддий акциялар ва облигациялар киради. Инвестицияларнинг бу икки шакли ўзаро рақобатлашувчи эмас, балки бир-бирини тўлдирувчидир». Шу билан бирға кўпчилик манбаларда инвестиция фонди ташкилотлар, компаниялар, ихтисослаштирилган компаниялар, молиявий маҳсулотлар, мулк мажмуалари, молиявий воситачилар, фондлар, акциядорлик жамиятлари ва юридик шахс сифатида талқин қилинмоқда.

Фикримизча, ИФлари фаолияти танланган тадқиқ услубимизда, яъни иқтисодий тизимлаштириш (услуб) қоидалари асосида ўрганиш уларни бир вақтнинг ўзида уч даражадаги тизимли муносабат иштирокчилари сифатида ўрганишни талаб этади: даставвал, ИФлари молия бозори тизимидаги элемент сифатида унинг ривожланиш қонуниятлари ва макродаражадаги тартибга солиш шартларига бўйсунди, иккинчидан, ИФлари коллектив инвестиция институтлари вакили сифатида уларға хос молиявий-иқтисодий табиатға эға ва ниҳоят учинчи тизим, ИФлари мустақил тизим сифатида бир-бирини тақозо этувчи элементлар мажмуидан иборат. Тадқиқотимиз асосини 3-чи тизим элементлари ташкил этади. ИФларини мустақил тизим сифатида, яъни уларнинг таснифлаш мезонларига оид хориж тажрибасини, ушбу масала юзасидан иқтисодчи-олимлар қарашларини умумлаштириш ва амалдаги ҳуқуқий-меъёрий асосларни ўрганиш ИФларини таснифлаш мезонлари таркибига қўшимча «операциялар туркумларига ихтисослашганлик ва

ташкилий моделларига кўра фарқланиш»ни киритиш зарурлигини кўрсатди (1-расм).

<p>Фаолият кўлами доирасига кўра; Инвесторларнинг имкониятларига кўра; Инвестицион стратегиясига кўра; Инвестицион сиёсатига кўра; Фонд қимматли қоғозларини қоплаш шартларига кўра; Мажбуриятлар мавжудлигига кўра; Ташкилий-ҳуқуқий шаклига кўра.</p>	<p>Хорижий ва ўзбек иқтисодчи-олимлари фикрича</p>
<p>Операциялар туркумларига ихтисослашганлик; Ташкилий моделларига кўра фарқланиш.</p>	<p>Муаллиф томонидан тақлиф этилганлари</p>

1-расм. ИФларини таснифлаш мезонлари

Жаҳон амалиётида, «Операциялар туркумларига ихтисослашганлик» мезонига кўра ИФлари универсал ва институционал фондларга бўлинади. «Ташкилий моделларига кўра фарқланиш» мезонига кўра инвестиция фондлари тараққиётининг ташкилий моделларини англо-саксон, континентал (Европача, германча), уларни гибридли (аралаш) ва ислом турларига ажратиш мумкин.

ИФининг ижтимоий-иқтисодий мазмуни, улар фаолиятининг ҳуқуқий-меъёрий асослари, объектлари, субъектлари, мақсади, функциялари, бажарувчи операциялари, тамойиллари ва таснифлаш мезонларини ўрганиб чиққан ҳолда инвестиция фондига муаллифлик таърифини куйидагича бериш мумкин: «инвестиция фондлари – фойда олиш мақсадида акциядорлар маблағларини қонунда рухсат этилган молиявий инструментлар ва бошқа активларга диверсификациялаш асосида инвестициялашни амалга оширадиган молиявий воситачидир».

Юқорида муҳокама қилинган иқтисодчи олим ва тадқиқотчиларнинг таърифларидан, шундай хулосага келишимиз мумкинки, ушбу таърифлар дунё давлатлари фонд бозоридаги ташкилий моделининг хусусиятли жиҳатлари–миллий менталитетига хос мавжуд инвестиция фондларининг турлари ва тоифаларига урғу берилган. Масалан, АҚШда ўзаро (mutual funds) фондлар, Германияда инвестиция компанияси, Россияда пай фондлари, Қозоғистонда кўчмас мулк акциядорлик жамияти кўринишидаги ИФлар ва Ўзбекистонда акционерлик жамияти жамияти кўринишидаги ИФлари ва пай фонди ҳисобланса, уларнинг тоифалари қаторига облигациялар фонди, хеж фондлари, венчурли фондлар, ипотека фонди кабиларни киритиш мумкин.

Ушбу 1-жадвалдан жой олган ИФларининг турлари қимматли қоғозлар бозорининг ташкилий моделлари таъсирида шаклланган. ИФини турларига бўлиб ўрганиш ҳар қандай мамлакат учун муҳим аҳамият касб этади. Шунингдек, Ўзбекистонда Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2018 йил 24 ноябрдаги ПФ-5583-сонли фармонида кўра лицензияланмайдиган фаолият

тури сифатида вечур фонди, инвестиция компанияси ва бошқарув компанияси иш бошлаши мумкин.

1-жадвал

Жаҳон мамлакатлари кесимида ИФларининг турлари

№	Давлатлар	Турлари
1.	АҚШ	-Бошқарув компаниялари; -ўзаро фондлар; -номинал қийматга эга сертификатлар фонди; -ёпиқ типдаги инвестиция компаниялари; -инвестицион трастлар (хомий, васий); -индексли фондлар.
2.	Буюк Британия	-Юнит-трастлар; -инвестицион трастлар; -ислом фондлари.
3.	Германия	-Инвестиция компаниялари; -контракт (шартнома)га эга инвестиция фонди.
4.	Люксембург, Ирландия (Дублин)	-Ёпиқ трастлар; -очиқ типдаги инвестицион компаниялар ёки акциядорлик компаниялари.
5.	Малайзия	-Очиқ пай инвестиция фондлари; - ёпиқ пай инвестиция фонди.
6.	Россия	-Акциядорлик инвестиция фондлари; -айланмасида пайлари чегараланган фондлар; -ёпиқ пай инвестиция фондлари; -биржавий пай инвестиция фондлари; -оралиқ пай инвестиция фондлари; -очиқ пай инвестиция фондлари.
7.	Козоғистон	-Акциядорлик инвестиция фонди; -очиқ пай инвестиция фонди; -кўчмас мулк акциядорлик инвестиция фонди; -оралиқ пай инвестиция фонди; -ёпиқ пай инвестиция фонди; -оддий ширкат ёки акциядорлик жамияти шаклидаги-Венчур фонди.
8.	Ўзбекистон	-Акциядорлик инвестиция фондлари; -очиқ пай инвестиция фондлари; - ёпиқ пай инвестиция фонди; -венчур фонди; -инвестиция компанияси; -бошқарув компанияси.

Тадқиқот жараёнида ислом ИФларининг ташкилий моделига ҳам урғу берилиб, ундан Ўзбекистонда ҳам фойдаланиш имкониятлари кўриб чиқилди. Бу моделга хос бўлган Покистон, Бахрайн, Кувайт, Индонезия, Эрон, Малайзия давлатлари молия институтлари олдиндан белгиланган фоиз асосида даромад олишлари ва спекулятив операциялар бажаришлари мумкин эмас, улар фақат улушлар ва ижара асосида иштирок этишлари, мулкни насияга сотиб олиши ва сотиши мумкин. Пул ресурсларини жалб этиш учун банклар билан шериклик асосида депозитлар ўрнига акциялар, ИФлари, фоиз тўловлари олдиндан белгиланмаган жамғарма ва инвестиция счёти, фоизли облигациялар ўрнига дисконтни устама ҳақ сифатида белгилаб дисконтли облигациялар қўлланилади, облигациялар ва деривативлар сегментлари мавжуд эмас,

устамали давлат облигациялари (мухроб) махсус инвестиция фондлари улушларига конвертациялантирилади ва ушбу фондлар орқали лойиҳавий молиялаштиришга асосланиб, ҳукумат томонидан молиялаштирилади.

Халқаро статистикада қарз муносабатларини мужассамлаштирувчи қоғозлар бўйича ислом мамлакатлари келтирилмайди. Исломий молия тармоғи – дунёда энг тез ўсаётган тармоқлардан ҳисобланиб, жаҳондаги ялпи Исломий молиявий активлар қиймати 2018 йил бошига келиб 2,4 трлн. доллардан ошган⁷. Ўзбекистон аҳолисининг ислом эътиқодларига риоя қиладиган қисмини фонд бозорига жалб этишда жаҳон тажрибасида фаоллиги ошиб бораётган ислом ИФлари шаклидан фойдаланиш мумкин. Шу сабабли инвестиция фондларининг бундай турини Ўзбекистон амалиётида қўллаш учун, «Инвестиция ва пай фондлари тўғрисида»ги қонунга ўзгартириш киритиш мақсадга мувофиқдир.

Жаҳон амалиётида, қимматли қоғозлар бозори инфратузилмасининг асосий вазифаси – унинг барча бўғинлари узлуксиз фаолиятини таъминлаш ҳисобланади. Мамлакат иқтисодиётини модернизациялаш шароитида эса амалдаги миллий қимматли қоғозлар бозорини, шу жумладан, ИФ инфратузилмасини такомиллаштириш талаб этилади. Қимматли қоғозлар миллий бозорининг етарли даражада тизимлаштирилмаганлиги уни қўллаб-қувватловчи инфратузилма фаолиятидаги муаммолар туфайли бўлиб, ушбу муаммолар бевосита ИФлар ривожланиши билан ҳам боғлиқ.

ИФлари фаолиятининг инфратузилмаси – қимматли қоғозлар бозорини қўллаб-қувватловчи муассаса ва ташкилотлар мажмуасидир. Фикримизча, ИФлари билан боғлиқ инфратузилма қуйидаги таркибдан иборат бўлиши керак: Қимматли қоғозлар бозорини тартибга солиш бўйича давлат органи; бошқарув компанияси; фонд биржаси; фонд биржасининг профессионал воситачилари (брокерлар, дилерлар); депозитарий; реестр сақловчи; ҳисоб-китоб – клиринг палатаси; трансфер-агент; қимматли қоғозларнинг биржадан ташқари савдоси ташкилотчиси; аудитор; банклар. Республикамизда ИФлари бўйича инфратузилмаси юзасидан олиб борилган тадқиқот қуйидаги хулосаларни берди: Қимматли қоғозлар марказий депозитарийси давлат корхонаси (МД) – қимматли қоғозлар бозорида монопол ташкилот мавқега эга бўлган. Яъни улар ўзларининг асосий вазифаси акциядорлик жамият (АЖ)ларига депо счётлар очиш ва мулкни сақлашдан ташқари қимматли қоғозлар бозорида профессионал фаолият тури хизматини кўрсатишга ихтисослашган (реестр сақловчи ва инвестиция воситачиси депозитар операциялари) иштирокчиларининг ҳам вазифаларини бажармоқда.

Инвестиция фондлари фаолияти инфратузилмасини ўрганиш жараёнида аён бўлдики, маҳаллий ИФларда асосий муаммо иккита юридик шахснинг мажбурий иштироки: инвестиция фонди ва бошқарув компаниясидир. Бу ҳолат инвестиция портфелини бошқариш харажатларининг кўпайишига олиб келиб, унинг жозибаторлигини камайтирмоқда.

⁷ Аброров С. Ўн йилда тўрт баробаргача ўсиш: ислом молияси ҳақида нималарни биламиз. Ҳуқуқ ва бурч. 2019 йил №2, 15-бет.

Диссертациянинг «Мамлакатимизда инвестиция фондларини ривожлантиришнинг амалдаги ҳолати таҳлили» деб номланган иккинчи бобида Ўзбекистонда ИФларининг вужудга келиши ва ҳуқуқий институтчионал асослари, инвестиция фондлари фаолиятининг молиявий кўрсаткичлари таҳлили ва Ўзбекистонда ИФлари соф активлар қийматига омиллар таъсирини баҳолашнинг эконометрик таҳлили изоҳлаб берилган.

1996 йилда давлат мулки (корхоналари)ни хусусийлаштириш, шунингдек, аҳолининг кенг қатламларини ушбу жараёнга жалб этиш орқали мулкдорлар сафига айлантириш дастурлари хорижий экспертлар ҳамкорлигида муҳокама қилиниб, ХИФларнинг «пилот дастури» яратилди. 1996-1998 йилларда ушбу дастурнинг фаол қўлланиши натижасида 86 та ХИФ ташкил этилди. Кейинчалик бу соҳада ўтказилган ислохотлар, уларнинг сони кескин камайишига сабаб бўлди. ВМнинг 220-сонли қарорида кўрсатилган давлат кредити қайтарилиши муддатини 7 йилдан ВМнинг 410-сонли қарорига мувофиқ 5 йилгача қисқариши ва харид қилинган акциялар тўлови улушини 16,64 дан 30 фоизгача ошириш каби ўзгаришлар кўплаб ХИФларни банкротликка олиб келади.

Ўзбекистонда ИФи сони кескин қисқаришига олиб келган 2-омил, уларни акциядорлик жамиятига тенглаштирилгани бўлди. Айнан 2003 йил 1 февралдаги ҳолатига кўра устав фонди Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг курси бўйича 50 минг АҚШ доллари, 2010 йил 1 январгача 400 минг АҚШ доллари, 2017 йил 2 сентябрдаги ПФ–5177-сонли фармони билан эса 400 минг АҚШ доллари сўмга қайта ҳисобланиб, қонунга ўзгартиришлар киритмаган ҳолда 1 600 млн. сўм даражасида қайд этилган эди. 2019 йил 20 мартдаги ЎРҚ-531-сонли «Мамлакатда ишбилармонлик муҳитини яхшилаш бўйича қўшимча чора-тадбирлар қабул қилинганлиги муносабати билан Ўзбекистон Республикасининг айрим қонун ҳужжатларига ўзгартиш ва қўшимчалар киритиш тўғрисида»ги қонунга мувофиқ устав фондининг энг кам миқдори билан боғлиқ талаб бекор қилинди. Шу билан бирга жамият устав фондининг энг кам миқдори лицензия талабларида белгиланиши мумкинлиги сақлаб қолинган. Тадқиқот объекти бўлган ИФлари 2003 йил 9 июлдаги 308-сонли низомнинг 6-бандига мувофиқ лицензияланувчи фаолият тури ҳисобланади. Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 410-сонли қарори 2-илова 13-бандига асосан ИФнинг устав фонди у таъсис этилаётганда унинг муассислари улушлари ҳисобига шаклланади ва у 1 600 млн. сўмни ташкил этиши кераклиги белгилаб қўйилган.

Республикаимизда 2018 йил бошига келиб, 7 та ИФ ва 2 та ХИФ мавжуд бўлиб, уларни муомалага чиқарган акциялари ва соф активлар қиймати куйидаги 2-жадвалда келтирилган.

Жадвалдаги 2 та «DO`STLIK» ва «OLIM-F» ХИФ ОАЈларнинг сақланиб қолгани, активларнинг ишончли бошқарувчиси томонидан инвестиция декларациясидаги талабларнинг бажарилмагани туфайли уни тугатиш тўғрисида маълумотлар хўжалик судига юборилган. Амалда фаолият юритаётган «SEMURG», «BARAKA», «OLTIN-INVEST», «DONOLIK VA

KELAJAK», шунингдек «MIRZO ULUG`BEK» IF AJларининг устав капитали Вазирлар Маҳкамасининг 410-сонли қарори талабларига мос келмайди. Шунинг учун ушбу 5 та ИФ АЖларининг келгуси фаолияти ишончли бошқарувчи стратегиясига боғлиқ бўлиб қолмоқда.

2-жадвал

2018 йил 1 январь ҳолатига инвестиция фондлари муомалага чиқарган акцияларининг номинал ва соф активлари қиймати⁸

№ т/р	ИФлар номи	ИФлар жойлашган ҳудуд	Чиқарилган акцияларнинг умумий ҳажми (дона)	Акциялар номинал қиймати	Чиқарилган акцияларнинг умумий ҳажми (млн.сўм)	Соф активлар қиймати (млн. сўм)
1.	DO`STLIK XIF OAJ	Бухоро	590 000	100	59,00	139,45
2.	OLIM-F XIF OAJ	Тошкент ш.	1 090 091	100	109,01	437,00
3.	DAROMAD PLUS IF AJ	Тошкент ш.	1 263 808	500	631,90	3 528, 65
4.	KAMALAK IF AJ	Андижон	229 021	2 700	618,36	1 017,2
5.	SEMURG` IF AJ	Қашқадарё	756 018	100	75,60	159,98
6.	BARAKA IF AJ	Фарғона	6 709 936	100	670,99	484,94
7.	OLTIN-INVEST	Наманган	535 288	100	53,52	494,01
8.	DONOLIK VA KELAJAK IF AJ	Тошкент	557 510	100	55,75	297,07
9.	MIRZO ULUG`BEK	Самарқанд	80 000	625	50,00	183,04
жами					2,324	6,74

ИФ даромадлар таркибининг амалдаги ҳолатини аниқлаш учун танлаб олинган «Daromad Plus» IF AJ маълумотларидан фойдаланилди (2-расм).



2-расм. 2011-2017 йилларда «Daromad Plus» IF AJнинг даромадлари таркиби (млн.сўм).

⁸ www.deponet.uz

Ушбу расмдан кўриниб турибдики, ИФини даромадлари асосан дивидендлар, фоизлар, молиявий фаолиятдан олинган даромадлар ва бошқа даромадлар натижасида шаклланади. Ушбу фонднинг даромадлари 2012, 2013 2015 ва 2016 йилларда асосан дивидендлардан ташкил топган бўлса, 2011 ва 2017 йилда дивидендлар ва молиявий фаолиятдан олинган даромадлар улуши деярли тенглашган. 2014 йилда эса фонд портфелида сақланаётган «Minora qurish ekspeditsiyasi» AJ акцияларининг номинал қиймати 30 минг сўм дан 240 минг сўмга кўтарилиши натижасида, молиявий фаолиятдан олинган даромадлардаги улуши (1 890 млн. сўмга) кескин кўпайиб кетган.

2017 йил якунларига кўра, республикамизда мавжуд 9 та ИФ (ХИФ)ларидан фақат 2 таси, яъни «Daromad Plus IF AJ ва «BARAKA» акциядорлик жамияти инвестиция фондлари дивиденд тўлаган. Тадқиқот объекти сифатида ўрганилаётган «Daromad Plus» IF AJ 574 млн. сўмдан ортиқроқ соф фойдасини 11 %ни дивиденд тўлашга, яъни ҳар бир оддий акция номинал қийматидан 10 фоиз миқдорида дивиденд тўлаган.

Дунё тажрибасида оддий акциядорлик жамиятларидан фарқли равишда, инвестиция фондларида соф фойдасидан дивиденд фондига ажратишнинг ягона услубияти ишлаб чиқилмаган. Инвестиция фонди соф фойдасидан дивидендга қанча фоиз ажратиши ёки уларни янги объектларга йўналтириш тўғрисидаги қарорларни акциядорларнинг умумий йиғилиши қабул қилади. Хорижий тажрибада бундай қарор қабул қилишга зарурат йўқ. Чунки фонд сиёсатидан келиб чиқиб, соф фойданинг бир қисмини дивиденд тўлашга ажратиши ёки тўлалигича реинвестиция қилиши мумкин.

Акциядорларнинг манфаати асосан соф активлар қийматининг ўсиши ҳисобланади. Яъни фонд бозорида қимматли қоғозларнинг котировка қилиниши натижасида ҳар бир акциядорга тўғри келадиган мулк қиймати тўғрисида маълумот бериб борилади. Бунда акциядор ўз акциясига мос дивиденд олиши ёки унинг қиймати кўтарилганда сотиш орқали курслар ўртасидаги фарқи сифатида даромад олиши мумкин. Шунинг учун ҳам, акциядорларнинг умумий йиғилиши йил якунига кўра олинган соф фойдасини бир қисмини инвестициялаш объектларига жойлаштириши орқали инвестиция портфели ҳажми кўпайтирилади, натижада соф активлар қиймати ошишига эришилади. Республикамизда эса бундай амалиёт мукамал ишламаётганлиги туфайли акциядорлар фақат дивидендлар билан чекланиб қолмоқдалар. Республикамизда ИФи эгалик қилаётган АЖлар ўз акцияларига талаб даражасида дивиденд бермаётган ёки умуман ажратмаётгани ўз ечимини кутаётган долзарб муаммолардан бири ҳисобланади. Шу сабабли инвестиция фондлари портфелида сақланаётган акцияларига тегишли акциядорлик жамиятлари акциядорлар умумий йиғилиши дивиденд тўлаш тўғрисида қарор қабул қилмаслик ҳолатларининг олдини олишда қуйидаги таклиф киритилди. Инвестиция фондларига акциядорлик жамиятининг умумий йиғилиши дивиденд тўлаш тўғрисида қарор қабул қилмаслик ҳолатларининг олдини олиш мақсадида мазкур акциядорлик жамиятларининг оддий акцияларини имтиёзли акцияларга алмаштириб беришга оид капитал бозорини ривожлантириш

агентлиги доирасида норматив-ҳуқуқий ҳужжат ишлаб чиқиш мақсадга мувофиқ.

Харажатлар таркибида бошқариш учун қатъий белгиланган харажатлар соф активлар қийматига нисбатан белгиланади (3-жадвал).

3-жадвал

2011-2017 йилларда «Даромад-плюс» ИФ АЖнинг харажатлари таркиби (млн.сўм)

Кўрсаткичлар\йиллар	2011 й	2012 й	2013 й	2014 й	2015 й	2016 й	2017 й
Соф активлар қиймати	1531,3	1588,9	1701,4	3456,8	3518,3	3352,9	3528,7
Бошқариш учун қатъий белгиланган харажатлар, шу жумладан:	92,5	96,0	97,2	174,9	196,1	195,6	208,4
Ишончли бошқарувчига мукофот (5фоизгача)	71,1	76,3	78,4	152,7	173,7	176,5	187,2
Марказий депозитарийга мукофот (2фоизгача)	17,1	15,1	15,3	13,0	12,0	8,5	10,0
Кузатув кенгаши аъзоларига мукофот (0.3фоизгача)	4,3	4,6	3,5	9,2	10,4	10,6	11,2
Бошқарий учун қатъий белгиланмаган харажатлар, шу жумладан:	3,6	17,3	10,6	7,3	5,86	7,1	13,5
Давлат кредитлари учун фоиз тўловлари	0	0	0	0	0	0	0
Кузатув кенгашида мажлислар ва акциядорларнинг умумий йиғилишини ўтказиш учун харажатлар	1	0,8	1,9	1,9	1,3	0,1	0,3
Аудиторлик текширувини ўтказиш учун харажатлар	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	2,5
Банк хизматлари тўлови	1,0	10,3	8,0	2,2	2,6	3,2	3,3
Битимларни амалга ошириш харажатлари	0	0	0,04	0,6	0,06	1,9	6,5
Қимматли қоғозларни қайта баҳолашдан келадиган зарар	0	0	0	0	0	0	0
Бошқа харажатлар (зарарлар)	1,1	5,7	0,2	2,1	1,4	1,4	0,9
Солиқ ва бошқа мажбурий тўловлар	0	0,02	0	0	0	0	0
Жами харажатлар	96,1	113,3	108,8	182,3	202,0	203,1	221,9

Ушбу жадвал маълумотларига кўра 2014 йилда соф активлар қийматининг 2 баробар ўсиши ишончли бошқарувчига ажратиладиган (бошқа қатъий белгиланган харажатлар ўзгармаган ҳолда) мукофотнинг ҳам кескин ошишига олиб келган. Ушбу ИФ харажатлари таҳлили натижасида қуйидаги хулосага келиш мумкин. Қатъий белгиланган харажатларнинг соф активига нисбатан ҳисобланиши ҳар доим ҳам самара келтиравермайди. Амалдаги қонунчилигимизда, ишончли бошқарувчи ИФнинг соф активлари қиймати йил давомида ўзгаришидан қатъий назар, фонд активларини бошқарганлик учун 5 фоиз мукофотини олади. Ушбу тартиб, инвестиция фонди активларини

самарали бошқаришда ишончли бошқарувчи манфаатдорлигини бозор қонуниятларига мослаштирилиши керак, яъни эришилган натижа олинган самарага рағбат сифатида боғлиқ бўлиши керак. Шунинг учун, ишончли бошқарувчига ажратиладиган мукофот пули соф активлар қиймати ошишини рағбатлантиришга қаратилиши, яъни соф активлар қийматининг базис йилига нисбатан ўзгаришини ҳисобга олиб табақалаштирилган шаклда белгилаш таклифи ишлаб чиқилган. Чунки ушбу ишончли бошқарувчи олдинги йиллар хизмати учун мукофотини олиб бўлган, шунинг учун у истикболдаги стратегияси орқали фойда олиши керак.

Диссертацияда «Камалак» ИФининг соф активларини қийматига таъсир кўрсатувчи омиллар ва уларнинг мураккаб эконометрик усулларга асосланган авторегрессив тақсимланган лаг (ARDL) модели бўйича таҳлиллар амалга оширилди. Соф активлар қийматига таъсир этувчи омиллар таъсирини қуйидаги содда математик формула кўринишида ифодалаймиз.

$$NAV = f(AR, CD, TR, TE,)$$

Бу ерда: NAV – инвестиция фондининг соф активлар қиймати;
 AR – инвестиция фондининг дебиторлик қарздорлиги ;
 CD– инвестиция фондининг кредиторлик қарздорлик;
 TR – инвестиция фондининг умумий даромадлари;
 TE – инвестиция фондининг умумий харажатлари.

4-жадвал

Авторегрессив тақсимланган лаг (ARDL) моделида баҳолаш⁹

Ўзгарувчилар	ARDL(1,2,3,3)			
	Коэффициент	Стандарт хатолик	t-статистика	Эҳтимоллик
$\Delta \text{LnNAV}(-1)$	-0.437686	0.244106	-1.793017	0.0889
LnAR	0.272864	0.041055	6.646345	0.0000 ^{***}
$\text{LnAR}(-1)$	-0.165034	0.071637	-2.303743	0.0327
$\text{LnAR}(-2)$	-0.086745	0.061367	-1.413562	0.1737
ΔLnCD	-0.039483	0.018038	-2.188828	0.0413 ^{**}
$\Delta \text{LnCD}(-1)$	0.019210	0.020311	0.945796	0.3561
$\Delta \text{LnCD}(-2)$	-0.011675	0.018521	-0.630345	0.5360
$\Delta \text{LnCD}(-3)$	-0.042785	0.018978	-2.254473	0.0362
ΔLnTR	0.015880	0.005423	2.928354	0.0086 ^{***}
$\Delta \text{LnTR}(-1)$	0.017073	0.005964	2.862970	0.0100
$\Delta \text{LnTR}(-2)$	0.018887	0.005366	3.519441	0.0023
$\Delta \text{LnTR}(-3)$	0.015336	0.005881	2.607513	0.0173
Моделни мезонлари				
Қолдиқлар квадрати			0.868273	
Ўзгарган қолдиқлар квадрати			0.785076	
F-статистика			10.43645	
Эҳтимоллик (F-статистика)			0.000006 ^{***}	

^{***} 1% да статистик муҳимлигини, ^{**} 5% да статистик муҳимлигини, ^{*} 10% да статистик муҳимлигини кўрсатади.

⁹ «Камалак» ИФи маълумотлари Eviews-9.0 программаси ёрдамида муаллиф томонидан таёрланган.

Тегишли адекватлик тестларидан сўнг омилларнинг узок ва қисқа муддатли боғланишни ARDL модели ёрдамида аниқлаймиз:

$$\ln NAV_t = \varphi_0 + \beta_1 \ln AR_{t-1} + \beta_2 \Delta \ln CD_{t-1} + \beta_3 \Delta \ln TR_{t-1} + \varepsilon_t$$

Ушбу тест натижалари 4-жадвалда ўз аксини топган.

ARDL коэффицентларидан инвестиция фонднинг дебиторлик қарздорлиги ва умумий даромадларни соф активлари қийматига ижобий таъсир кўрсатади. Бироқ ИФининг соф активларига кредиторлик қарздорлик кўрсаткичи салбий таъсир кўрсатади. Авторегрессив тақсимланган лаг (ARDL) моделини қуйидаги акс этирилди.

$$\begin{aligned} \Delta \ln NAV = & 0.029851 - 0.437686 \Delta \ln NAV(-1) + 0.272864 \ln AR - 0.165034 \ln AR(-1) \\ & - 0.086745 \ln AR(-2) - 0.039483 \Delta \ln CD + 0.019210 \Delta \ln CD(-1) \\ & - 0.011675 \Delta \ln CD(-2) - 0.042785 \Delta \ln CD(-3) + 0.015880 \Delta \ln TR \\ & + 0.017073 \Delta \ln TR(-1) + 0.018887 \Delta \ln TR(-2) + 0.015336 \Delta \ln TR(-3) \end{aligned}$$

Қисқа муддатли боғлиқлик тести кўрсатадики, ИФининг соф активлар қийматига дебиторлик қарздорлиги ва умумий даромадлари қисқа муддатли боғланиши мавжуд. Бундан ташқари, кредиторлик қарздорлиги ҳам қисқа муддатли боғланишга эга, лекин ушбу боғланиш тесқари ҳисобланади. Узок муддатли боғлиқлик тести эса инвестиция фондининг соф активлари қийматига фонднинг умумий даромади узок муддат таъсир қилишини кўрсатди. Эконометрик моделмизнинг мустаҳкамлигини текшириш мақсадида қолдикларнинг CUSUM тести амалга оширилди, унга кўра қолдикларни умумий йиғиндиси барқарор ҳисобланади. Ушбу тест шуни англатадики, шакллантирилган эконометрик модель узок ва қисқа муддатли прогнозларни амалга ошира олади.

Хулоса қилиб айтиш мумкинки, авторегрессив тақсимланган лаг (ARDL) моделида олиб борилган чуқур эконометрик таҳлил натижаси эрксиз ўзгарувчи инвестиция фондининг соф активлари қийматига эркли ўзгарувчилар ҳисобланган мазкур фонднинг дебиторлик қарздорлиги, умумий даромадлари ва кредиторлик қарздорлиги ўзгарувчи қисқа муддатли боғланишга эга бўлиб, эркли ўзгарувчи инвестиция фондининг дебиторлик қарздорлиги бир фоизга ошса, эрксиз ўзгарувчи инвестиция фондининг соф активлари қиймати 0.27 фоизга ошишига олиб келади. Умумий даромадларнинг бир фоизга ошиши инвестиция фондининг соф активлари қиймати 0.015 фоизга ошишига олиб келади. Бироқ кредиторлик қарзининг бир фоизга ошиши инвестиция соф активлари қиймати -0.039 фоизга камайишига сабаб бўлади.

Тадқиқотимизда узок муддатли боғланиш билан қисқа муддатли боғланишлар коэффиценти ўртасида бир мунча ўзгаришлар мавжуд. Чунки инвестиция фонднинг соф активлари қийматига қисқа муддатли таъсир этувчи омиллар инвестиция фондининг умумий даромади, дебиторлик ва кредиторли қарздорлиги ҳисобланади. ИФи соф активлари қийматининг қисқа муддатли прогнозини ушбу омилларни инобатга олган ҳолда амалга ошириш лозим. ИФининг узок муддатли таъсир қилувчи омил инвестиция фонднинг умумий даромади ҳисобланади. ИФи соф активлари қийматининг узок муддатли

прогнозини амалга оширишда инвестиция фондининг умумий даромад омилларини инобатга олган ҳолда амалга ошириш мақсадга мувофиқ.

Шунингдек, биз тадқиқот объекти сифатида ўрганаётган фондларнинг инвестиция портфели далолат берадики, улар хусусийлаштиришнинг илк даврида шакллантирилганлиги боис инвестиция портфели (инвестициялаш объекти) фақат давлат мулки хусусийлаштирилиб, АЖ айлантирилган саноат корхоналари акцияларидан ташкил топган. Инвестиция активларини ишончли бошқарувчиси стратегияси замонавий қимматли қоғозлар воситаларига маблағ йўналтиришда сусткашликка йўл қўймоқда. Бунга сабаб маркетинг тадқиқотлари етарли даражада ўтказилмагани боис банкротлик даражасига келиб қолган АЖ акциялари ИФ портфелида сақланиб қолмоқда. Бу эса ИФ соф активлар қийматига салбий таъсир этиб, сунъий равишда дебитор қарздорликни юзага келтирмоқда.

Шу туфайли ИФлари инвестиция ва пай фондлари тўғрисидаги қонунда белгилаб қўйилганидек, фонд маблағларини банк ҳисобварақларига, омонатлар, хориж валютаси ва кўчмас мулкка йўналтириш мумкин. Шунингдек, ИФларининг ишончли бошқарувчиси республикада ўтказилаётган иқтисодий ислохотлар туфайли вужудга келаётган инвестициялаш имкониятларидан ҳам унумли фойдаланиш зарур. ИФларида бундай инвестициялаш объекти сифатида инвестиция активларни ишончли бошқарувчисига давлат қимматли қоғозлари, халқаро бондлар ва халқаро облигацияларига инвестиция киритишни ҳам тавсия этиш мумкин.

Диссертациянинг **«Ўзбекистон Республикасида инвестиция фондларини ривожлантиришнинг устувор йўналишлари ва истиқболлари»** деб номланган учинчи бобида ИФларини ривожлантиришда хориж тажрибасидан Ўзбекистонда фойдаланиш имкониятлари ва миллий иқтисодиётда ИФларини ривожлантириш йўллари билан боғлиқ муаммолар аниқланган ва уларни бартараф этишга қаратилган илмий таклиф ва амалий тавсиялар ишлаб чиқилган.

Пай инвестиция фонд (ПИФ)лари ривожланган Россия ва АҚШ каби мамлакатлар тажрибаларини ўрганганимизда, улардан мамлакатимизда ҳам ПИФларини ташкил этишда фойдаланиш мумкин деган хулосага келинди. Бунинг учун, банклар қимматли қоғозлар бозорида аҳоли пул маблағларини жалб этишда ПИФ фаолият тури билан ҳам шуғулланиши мумкин. ПИФ юридик шахс бўлмаганлиги сабабли, тижорат банклари бир хил мақсад (хоҳиш)га эга омонатчилар (инвесторлар) маблағларини бир жой (фонд)га тўплаб, қимматли қоғозлар бозорида уларнинг инвестиция активларини бошқаришда ишончли бошқарувчиси сифатида профессионал фаолият юритиши мумкин.

Бунда банкларда ПИФлар очиб, маблағларни жалб этиш натижасида агент, депозитар ва реестр сақловчи каби қўшимча хизмат турларини маълум бир ҳақ эвазига тавсия қилиши имконияти мавжуд. Бунинг учун, банклар албатта БК (фонд активларини ишончли бошқарувчиси) фаолият турини ташкил этишига

тўғри келади. Айнан банк ПИФлар агенти ҳисобланиб, банклар учун бу пайларни тарқатиш орқали кўшимча даромадга эга бўлинади.

Республикада мавжуд ИФлар фаолиятини таҳлил қилиш жараёнида, ҳозирда сақланиб қолаётган ИФларнинг кузатув кенгаши қарорига кўра, улар: инвестиция фонди инвестиция фонди сифатида ўз фаолиятини тугатмай, юридик шахснинг бошқа ташкилий-ҳуқуқий шаклларига ўзгартирилишига ҳақли эмаслиги аниқланди. Шунингдек, «DO`STLIK» ва «OLIM-F» ХИФ ОАЖлар ХИФ ва ИФ фаолиятини тартибга солувчи норматив-ҳуқуқий ҳужжатлар талабларига жавоб бермайди, «SEMURG», «BARAKA», «OLTIN-INVEST», «DONOLIK VA KELAJAK» ва «MIRZO ULUG`BEK» ИФ АЖлар лицензия талабларига мос келмай, амалда фаолият юритиб келмоқда.

Шу сабабли, ишончли бошқарувчи ёки у бўлмаган тақдирда, инвестиция фондининг кузатув кенгаши уч ой ичида ишончли бошқарувчи ёллаши ёхуд ИФини тугатиш ташаббуси билан чиқиши шартлигини ҳисобга олиб, тадқиқотда ХИФ (ИФ)ларни жаҳон амалиётида ўз ўрнига эга ПИФга айлантириш имкониятлари ўрганиб чиқилди.

Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 1998 йил 25 сентябрдаги «Инвестиция ва хусусийлаштириш инвестиция фондлари фаолиятини такомиллаштириш чора-тадбирлари тўғрисида» 410-сон қарори билан тасдиқланган «Инвестиция фондлари тўғрисида»ги низомнинг 2-иловасига мувофиқ ИФ: акциядорларнинг умумий йиғилиши қарори ёки хўжалик судининг қарорига биноан унинг фаолиятига берилган лицензия бекор қилинган тақдирда, Ўзбекистон Республикаси қонун ҳужжатларида назарда тутилган бошқа асосларга биноан тугатилишини ҳисобга олади. Шунингдек ИФини ихтиёрий равишда тугатиш акциядорларнинг умумий йиғилиши тайинлаган тугатиш комиссияси томонидан, мажбурий тугатиш - «Банкротлик тўғрисида»ги қонун ҳужжатлари билан белгиланган тартибда амалга оширилади.

Тугатиш комиссияси ХИФ ва ИФларнинг мол-мулкини баҳолайди, унинг дебиторлар ва кредиторларини аниқлайди ва улар билан ҳисоб-китоб қилади, фонд қарзларининг учинчи шахсларга тўланиши учун чоралар кўради, тугатиш балансини тузади ва уни акциядорларнинг умумий йиғилишига тақдим этади. Сабаби ушбу фондларни ихтиёрий равишда тугатиш учун акциядорларнинг умумий йиғилиши тайинлаган тугатиш комиссияси томонидан ва мажбурий тугатишда эса банкротлик тўғрисидаги қонун ҳужжатлари қўллаш мумкин эмас. Чунки уларнинг мол-мулкини баҳолашнинг имкони йўқ ҳисоби. Яъни фонд портфелидаги акцияларни - АЖ томонидан дивиденд тўланмаётгани туфайли даромад келтирмаётгани ва қайта сотиб олиниши мумкин эмаслиги, иккиламчи бозорда эса харидори мавжуд эмаслиги туфайли «ҳаракатсиз-баҳосиз мулк» бўлиб қолмоқда. Шу сабабли ушбу фондларни мақсади, фаолияти тури мос бўлган, хорижда муваффақият билан ишлаётган ва фонд шакли ўзгариши норматив-ҳуқуқий ҳужжатларга зид бўлмаган ПИФларига айлантириш мақсадга мувофиқ (4-расм).



4-расм. ХИФ (ИФ)ларнинг фаолият механизми ва уларни ПИФга айлантиришнинг дастлабки босқичи¹⁰

Бунда ПИФнинг юқорида санаб ўтилган (пай фондини очик, ёпиқ ва инвервал) тоифаларидан интервал пай ёки ёпиқ пай фондларини танланиши керак деб ҳисоблаймиз. 4-расмдаги таклиф қилинган инфратузилмани республикамизда тузилган ХИФ (ИФ)ларни ПИФларига айлантиришда қўллаш мумкин. ХИФ (ИФ)нинг кузатув кенгаши, мазкур фондни ПИФга айлантириш ташаббуси билан чиққанда БК (инвестиция активларни ишончли бошқарувчиси) мустақил баҳоловчи (риэлтор) билан ИФ САҚ баҳолаш тўғрисида шартнома тузади. Шундан кейин аниқланган САҚ акциядорларга улуш сифатида қайта расмийлаштирилади. Шу билан кузатув кенгаши аъзолари фаолиятини тугатиши ёки ташаббускор (мумкин таъсисчилари) сифатида БК таркибига (албатта лицензияга эга бўлиб) кириши мумкин. Яъни кузатув кенгаши аъзолари ташаббуси билан ИФ ёки ХИФлар, ПИФларга айлантирилади.

ХУЛОСА

1. ИФ портфелидаги сақланаётган акцияларга АЖ умумий йиғилишининг қарори билан мунтазам дивиденд тўламаслик тўғрисида қарор қабул қилинмоқда. Шу сабабли, ИФ бундай ҳолатларнинг олдини олиш мақсадида мазкур акциядорлик жамиятларининг оддий акцияларини имтиёзли акцияларга алмаштириб беришга оид капитал бозорини ривожлантириш агентлиги доирасида норматив-ҳуқуқий ҳужжат ишлаб чиқиш мақсадга мувофиқ

¹⁰ Муаллиф томондан ишлаб чиқилган.

ҳисобланади. Бу, ўз навбатида, ИФлари акцияларига дивиденд ажратилишини таъминлашга ёрдам беради.

2. Амалдаги қонунчилигимизда, ишончли бошқарувчи ИФнинг соф активлари қиймати йил давомида ўзгаришидан қатъий назар, фонд активларини бошқарганлик учун 5 фоиз мукофотини олади. Ушбу тартиб, яъни эришилган натижа олинган самарага рағбат сифатида боғлиқ бўлиши керак. Бунинг учун инвестиция фонди активларини самарали бошқаришда ишончли бошқарувчи манфаатдорлигини бозор қонуниятларига мослаштириш керак. Ишончли бошқарувчига ажратиладиган мукофот пули соф активлар қиймати ошишини рағбатлантиришга қаратилиши, яъни соф активлар қийматининг базис йилига нисбатан ўзгаришини ҳисобга олиб, табақалаштирилган шаклда белгилаш керак. Шунда ишончли бошқарувчи олдинги йиллар хизмати учун мукофотини олиб бўлганини англаган ҳолда истикболда даромад келтириши мумкин бўлган бизнес лойиҳаларини ишлаб чиқишга ундайди.

3. Мамлакатимизда фаолият юритиш муддати ўтиб кетган ХИФлар ва лицензия талабларига мос келмайдиган ИФлар мавжуд. Уларнинг фаолиятини қонунийлаштириш ва шаффофлигини таъминлаш, лицензия талабларини бекор қилиш орқали устав фондини тартибга келтириши ёки ИФларни ПИФларга айлантириш керак. ПИФларга айлантириш жараёнида мустақил баҳоловчи томонидан аниқланган ИФ ва ХИФлар САҚ акциядорларга улуш сифатида қайта расмийлаштирилади.

4. Ўзбекистон Республикасида барқарор иқтисодий ўсиш суръатларини таъминлаш ва ижтимоий муаммоларни ҳал этишда ички жамғарма ва инвестициялар соҳасидаги ривожланиш қонуниятларини ижобий томонга ўзгартиришга қодир бўлган пай инвестиция фондларини замонавий инфратузилмага эга тижорат банклари таркибида тузиш керак. Бунда «Инвестиция ва пай фондлари тўғрисидаги» қонунда эътироф этилган ИФ янги тури – пай инвестиция фондларидан амалиётда фойдаланиш имконияти юзага келади.

5. Жаҳон тажрибасида фаоллиги ошиб бораётган Ислом инвестиция фондларининг ҳуқуқий асоси Ўзбекистонда мавжуд эмаслиги туфайли аҳолининг ислом эътиқодларига риоя қилувчи қисми қимматли қоғозлар бозорига жалб этилмаган. Шу сабабли, ушбу фондни Ўзбекистон амалиётида қўллаш учун «Инвестиция ва пай фондлари тўғрисидаги» қонунга инвестиция фондларининг янги тури сифатида Ислом инвестиция фондларини киритиш лозим. Бу, ўз навбатида инвестиция фондлари ўртасида рақобат муҳитини юзага келтиради.

6. ИФлари ҳақидаги маълумотларнинг камлиги боис аҳоли ўртасида улар фаолияти тўғрисида салбий фикрлар мавжуд. ИФларини оммалаштириш ва ҳалқ орасида нуфузи, жозибадорлигини ошириш мақсадида аҳолининг қимматли қоғозлар бозоридаги саводхонлигини ошириш зарур. Бунда маҳаллий ҳалқ дунёқараши (менталитети)ни ҳисобга олган ҳолда уяли алоқа компаниялари СМСлари ёки ОАВ орқали ИФ портфели диверсификацияси, даромадлилиги, бозор баҳосининг ўзгариши ва унга таъсир этган омиллар

тўғрисидаги маълумотларни экспертлар иштирокида узлуксиз таҳлил қилиб бориши керак.

7. Ҳозирда инвестиция фондлари маблағларини АЖ акциялари, омонатлар, янги ташкил этилаётган корхоналарда улуш, хориж валютаси ва кўчмас мулкка йўналтириши мумкин. ИФларини ишончли бошқарувчиси фонд портфелидаги қимматли қоғозлар инструментларини диверсификациялашган тарзида шакллантириш, жадаллашган иқтисодий ислохотлар жараёнида вужудга келаётган давлат қимматли қоғозлари, банк, корпоратив ва халқаро облигациялар муомаласи, шунингдек, қимматбаҳо металллар савдосида қатнашиши зарур. Натижада ИФ инвестициялаш объектларидан самарали фойдаланиши орқали инвестиция портфелидаги риск даражасини пасайтириш имкониятига эга бўлади.

**НАУЧНЫЙ СОВЕТ DSc.27.06.2017.1.16.03 ПО ПРИСУЖДЕНИЮ
УЧЕНЫХ СТЕПЕНЕЙ ПРИ ТАШКЕНТСКОМ ГОСУДАРСТВЕННОМ
ЭКОНОМИЧЕСКОМ УНИВЕРСИТЕТЕ И БАНКОВСКО-
ФИНАНСОВОЙ АКАДЕМИИ РЕСПУБЛИКИ УЗБЕКИСТАН**

**ТАШКЕНТСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ ЭКОНОМИЧЕСКИЙ
УНИВЕРСИТЕТ**

СУЛТАНОВ МАХМУД АХМЕДОВИЧ

**ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ ИНВЕСТИЦИОННЫХ
ФОНДОВ В УЗБЕКИСТАНЕ**

08.00.07 – Финансы, денежное обращение и кредит

АВТОРЕФЕРАТ
диссертации доктора философии (PhD) по экономическим наукам

Ташкент – 2019

Тема диссертации доктора философии (PhD) зарегистрирована Высшей аттестационной комиссией при Кабинете Министров Республики Узбекистан за номером B2017.2.PgD/Iqt214.

Диссертация выполнена в Ташкентском государственном экономическом университете.

Автореферат диссертации на трех языках (узб., рус., англ. (резюме)) размещен на веб-странице Научного совета (www.tdiu.uz) и Информационно-образовательном портале «Ziyonet» (www.ziyonet.uz).

Научный руководитель: **Каримов Нарбой Ганиевич**
доктор экономических наук, профессор

Официальные оппоненты: **Жумаев Нодир Хосиятович**
доктор экономических наук, профессор

Саттаров Одилжон Бердимуратович
доктор экономических наук

Ведущая организация: **Ташкентский финансовый институт**

Защита диссертации состоится «20» июня 2019 г. в 16⁰⁰ ч. на заседании Научного совета DSc.27.06.2017.I.16.03 по присуждению ученых степеней при Ташкентском государственном экономическом университете и Банковско-финансовой академии Республики Узбекистан. Адрес: 100003, г. Ташкент, проспект Ислама Каримова, 49. Тел.: (99871) 239-28-72; факс: (99871) 239-43-51; E-mail: tdiu@tdiu.uz.

С диссертацией можно ознакомиться в Информационно-ресурсном центре Ташкентского государственного экономического университета (зарегистрирована за № ____). Адрес: 100003, г.Ташкент, проспект Ислама Каримова, 49. Тел.: (99871) 239-28-72; факс: (99871) 239-43-51; E-mail: tdiu@tdiu.uz.

Автореферат диссертации разослан «7» июня 2019 г.

(протокол реестра № 9 от «7» июня 2019 г.).

А.Ш.Бекмуратов

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

У.В.Гафуров

Секретарь Научного совета по присуждению ученых степеней, д.э.н., профессор

Н.Х.Жумаев

Председатель научного семинара при Научном совете по присуждению ученых степеней, д.э.н., профессор

ВВЕДЕНИЕ (аннотация диссертации доктора философии(PhD))

Актуальность и востребованность темы диссертации. Несмотря на то, что на мировом финансовом рынке наблюдается серьезная конкуренция между институциональными инвесторами, повышается потенциал инвестиционных фондов в привлечении денежных средств инвесторов. К 2018 году стоимость чистых активов инвестиционных фондов «по всему миру достигло примерно 49,3 трлн. долл., что по сравнению с прошлым годом больше на 22,1 процент. При этом рост в США, имеющую англо-саксонскую модель рынка ценных бумаг, составил 17,4 процента, в Германии, которой присуща европейская (германская) модель – 22,1 процент, в Китае и России, которым свойственна гибридная модель, соответственно увеличилась на 37,6 и 52,4 процента»¹. Несмотря на неравномерный рост стоимости чистых активов инвестиционных фондов, в странах мира, как утверждают эксперты мирового уровня, наблюдаются две закономерности в этом вопросе: во-первых, насколько богата страна и насколько высок уровень ее развития и темп роста, настолько существуют в ней необходимые возможности для развития инвестиционных фондов; во-вторых, несмотря на то, какой исторический опыт развития инвестиционных фондов имеется у страны, созданные государством условия и инструменты, выражаются как факторы, определяющие ее процветание.

На сегодняшний день в мировой экономике ведутся исследования по активизации инвестиционных фондов, а также широкому использованию новых их инновационных форм и элементов цифровой экономики. При этом одним из важных вопросов является оценка факторов, влияющих на стоимость индексных фондов, в том числе паевых инвестиционных фондов, которые активизируются на рынке ценных бумаг. Вместе с тем, требуется проведение научных исследований по стимулированию выплат денежных вознаграждений, выплачиваемые управляющим компаниям за управление активами инвестиционных фондов в соответствии с увеличением стоимости чистого актива, принадлежностью страны к организационной модели рынка ценных бумаг, закономерностями развития инвестиционного фонда, эффективностью мероприятий по государственному регулированию, а также диверсификации инвестиционного портфеля.

Инвестиционные фонды, которые считаются привлекательными на мировом финансовом рынке, теряют свои позиции на рынке ценных бумаг Узбекистана. В этой связи, при привлечении денежных средств населения на рынок ценных бумаг при помощи инвестиционных посредников - «в развитии экономики одной из важных задач является задействование в форме инвестиций средств населения, повышение у людей интереса к предпринимательству»². Действительно, количество инвестиционных фондов, являющиеся посредниками при привлечении денежных средств населения и направлении их на инвестиционные объекты, к началу 2019 году упало до 9

¹ ICI. Investment Company Fact Book, 2017.

² Послание Президента Шавката Мирзиёева Олий Мажлису. 22 декабрь 2017 год. www.uza.uz

единиц, несмотря на то, что в течении 1996-1998 гг. в республике было создано 86 приватизированных инвестиционных фонд (ПИФ)ов. В Узбекистане инвестиционными фондами было выпущено в обращение акции с номиналом в 2,32 млрд. сум, их доля по отношению к акциям, выпущенных в обращение всеми акционерными обществами в нашей стране (59439,42 млрд. сум), составила 0,0039 процентов. Такая ситуация показывает, что доля инвестиционных фондов в нашей стране очень мала и они функционируют не на должном уровне. В силу того, что сегодня инвестиционные фонды не конкурентоспособны на фондовом рынке, не работает свободный рыночный механизм между акционерными обществами, владеющими их акциями, наблюдаются проблемы в обеспечении развития инвестиционных фондов.

Настоящее диссертационное исследование в определенной степени служит реализации задач, указанных в Указах Президента Республики Узбекистан от 7 февраля 2017 года № УП-4947 «О Стратегии действий по дальнейшему развитию Республики Узбекистан», от 24 апреля 2015 года № 4720 «О мерах по внедрению современных методов корпоративного управления в акционерных обществах», от 17 января 2019 года № 5635 «О Государственной программе по реализации Стратегии действий по пяти приоритетным направлениям развития Республики Узбекистан в 2017–2021 годах в «Год активных инвестиций и социального развития», а также в других нормативно-правовых документах, регулирующих данную сферу.

Соответствие исследования приоритетным направлениям развития науки и технологий республики. 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. Теоретические и практические аспекты проблем, связанные с деятельностью инвестиционных фондов, отражены в работах зарубежных ученых таких, как П.Штольте, Дж. Сорос, У. Шарп, Г.Марковиц, Э.Фама, К.Френч, Ш.Фаруки, Л. Гитман, М. Джонк³.

Вопросы формирования и деятельности инвестиционных фондов в странах содружества независимых государств рассмотрены в работах российских ученых таких, как А.Абрамов, А.Гончаров, О.Жданова Е.Стоянова, В.Котиков, И.Алексеева, К.Астапов, Я.Басенко, Н.Берзон, Т.Блохина, А.Гетманская, Л.Решедько, Ю.Рубин, В.Солдаткин, В.Корнев, Р.Кокорев, А.Кузнецов, А.Михайлов, И.Ноздрева, Р.Хафизова, О.Хмыз и А.Фридман⁴.

³Штольте П. Инвестиционные фонды: Пер. с нем. – М.: Финстатинформ: интерэксперт, 1996.-168 с., Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж. Инвестиции: Пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 1999. - XII, 1025 с.; Фаруки Ш., Англо-русский/Русско-английский Словарь банковских и финансовых терминов. Институт Экономического Развития при Всемирном банке, Государственная Финансовая Академия. Издано в США, 1993. .³ Гитман Л. Джонк М., Основы инвестирования. – М.: Дело, 1999 г. с.642.

⁴Абрамов А.Е. Инвестиционные фонды: доходность и риски, стратегии управления портфелем, объекты инвестирования в России. – М.Альпина Бизнес Букс, 2005.- 416с.; Астапов К.Л. Фондовый рынок как механизм стимулирования развития российской экономики//Финансы.2012. №10. –с. 60-64; Басенко Я.С., Алексеева И.А. Понятие, признаки и состав коллективных инвесторов//Деньги и кредит. – 2012. -№3. –с.56-63; Рынок ценных бумаг. Уч. под общей ред. Н.И.Берзона. – М.: Юрайт, 2011. – 567с.; Блохина Т.К. Институциональные

В связи с тем, что в стране деятельность инвестиционных фондов началась с 1996 года, в научных работах 1998-2012 годов охвачен период независимости Узбекистана, которые посвящены практическому рассмотрению их как отдельного сегмента рынка ценных бумаг или как определенного института. По этим вопросам проводились исследования ученых нашей страны такими, как Н.Жумаев, Ш.Шохаъзамий, М.Хамидуллин, И.Бутиков, Н.Каримов, Ф.Хамидова, М.Султонбаева⁵.

В научных работах таких ученых-экономистов, как М.Султонбаевой, У.Халикова и Х.Худойкулова⁶, которые защитили диссертационные работы в 2017-2018 годах, отдельное внимание уделено применению венчурных фондов, как одного из видов инвестиционных фондов, имеющимся проблемам при привлечении инвестиций через фондовый рынок, а также возможностям использования передового зарубежного опыта по оценке активов, находящихся в обращении на фондовой бирже «Ташкент».

Работы вышеназванных ученых и исследователей являются важным научным и методологическим источником. Однако в этих работах не достаточно исследованы проблемы, связанные с современными условиями, тенденциями развития инвестиционных фондов в нашей республике, созданием паевых фондов.

В этой связи, актуальным на сегодняшний день является осуществление исследований, связанные с созданием в Узбекистане новых видов

инвесторы в концепции развития российского фондового рынка: дис.д-ра экон.наук. – М.; 2000. -303 с.; Гетманская А.Д. Развитие деятельности институциональных инвесторов на российском фондовом рынке. Дис.канд.экон.наук. – Ростов- на Дону: 2014.- 174 с.; Гончаров А.И. Инвестиционный пай как удостоверение права на собственную долю имущества в фонде. Вестн. Волгogr. гос. ун-та. Сер. 5, Юриспруд; Жданова О.А. Паевой инвестиционный фонд интеллектуальной собственности как новый институт рынка коллективного инвестирования // Финансы. 2016. № 5. С. 74–76, Михайлов А.Ю. Оценка эффективности использования активов инвестиционного фонда: Автор.дис. к.э.н. – М.; 2013.- 24с. 2014; Котиков В. Хедж фонды: Игра на рынке по новым правилам.-М.: Альпина Бизнес Букс, 2006.-с. 94; Ноздрева И.В. Небанковские институциональные инвесторы: зарубежный и отечественный опыт: дис.к.э.н. – М.: 2002. – 169 с; Решедько Л. В. Проблемы и перспективы развития паевых инвестиционных фондов / Л. В. Решедько // Интерэкс - по Гео - Сибирь. 2016. № 2. С. 37–41;Рубин Ю.Б., Солдаткин В.И. Инвестиционно-финансовый портфель.-М.; Соминтэк 1993. с. 541.; Стоянова Е.С. Финансовый менеджмент. Теория и практика. Уч. для вузов.- М.: Перспектива, 2006, с.656 Хмыз О.В. Институциональные инвесторы и инвестиционный потенциал России в посткризисный период.//ДиК.-2011.-№7с. 34-39.; Хафизова Р.Г. Секьюритизация активов на основе паевых инвестиционных фондов. ISSN 2305-4212. «Казанский экономический вестник». 2016. № 6(26); Фридман А.И. Понятие инвестиционного фонда и инвестиционного юридического лица // Право. Журнал Высшей школы экономики. 2017. № 2. С. 68–79.

⁵Жумаев Н.Х. Жаҳон молиявий-иктисодий инқирози: мохияти, сабаб-оқибатлар ва Ўзбекистонга тасири. – Тошкент, 2009., Хамидова Ф.А. Анализ и пути привлечения портфельных инвестиций в приватизированные предприятия. Автор-т к.э.н. БМА, 2008; Султонбаева М.Б. Ўзбекистон Республикасида инвестиция фондларини ривожлантиришда хориж тажрибасидан фойдаланиш. И.ф.н автор-ти Ў.Р. БМА. 2012, шун-дек, и.ф.д. диссертация автор-глари: Бутиков И.Л. Проблемы формирования и функционирования рынка ценных бумаг в Узбекистане. БФА, 2009; Хамидуллин М.Б. Развитие финансового механизма корпоративного управления БФА, 2010., Шохаъзамий Ш.Ш. Методологические основы и приоритеты стратегического развития рынка ценных бумаг в Узбекистане. БФА, 2011. Каримов Н. Иқтисодий интеграциялашув шароитида инвестиция фаолиятини молиялаштиришнинг бозор механизмларини жорий этиш масалалари. – Т.: Фан ва технология, 2007.;

⁶Халиков У.Р. Ўзбекистонда фонд бозори орқали инвестицион фаолиятни молиялаштиришни такомиллаштириш. Иқтисодиёт фанлари бўйича фалсафа доктори (PhD) диссертацияси автореферати. БМА-2018 йил, Султонбаева М. Б. Ўзбекистонда инвестиция фондларини ривожлантиришнинг концептуал жиҳатлари. Иқтисодиёт фанлари доктори (DSc) диссертацияси автореферати. БМА.-Т.: 2017.-64 б, Худойкулов Х. Х. Фонд бозори активларини баҳолаш механизмини такомиллаштириш. Иқтисодиёт фанлари бўйича фалсафа доктори (PhD) диссертацияси автореферати. Т.: БМА-2018 йил.

инвестиционных фондов - паевых инвестиционных фондов, направленные на привлечение денежных средств населения в целях активизации фондового рынка.

Связь темы диссертации с научно-исследовательскими работами высшего учебного заведения, где выполнена диссертация. Данное диссертационное исследование соответствует направлению научного проекта Ташкентского государственного экономического университета «Научные основы координации финансовой, банковской и счетной системы в условиях модернизации экономики» (2013-2018 гг.).

Цель исследования заключается в разработке научно обоснованных методических предложений и практических рекомендаций по перспективам развития инвестиционных фондов в Узбекистане.

Задачи исследования:

исследование сущности, функции, объективной социально-экономической необходимости и классификации инвестиционного фонда;

освещение опыта зарубежных стран по развитию инвестиционных фондов;

раскрытие теоретическо-правовых основ развития инфраструктуры инвестиционных фондов;

оценка возникновения инвестиционных фондов в Узбекистане и их институционально-правовых основ;

анализ финансовых показателей деятельности инвестиционных фондов на национальном рынке ценных бумаг;

проведение эконометрического анализа оценки влияния инвестиционных фондов на стоимость чистых активов в Узбекистане;

выявление возможностей использования в Узбекистане зарубежного опыта развития инвестиционных фондов;

разработка научно обоснованных предложений и рекомендаций по путям развития инвестиционных фондов в национальной экономике.

Объектом исследования являются функционирующие в Узбекистане инвестиционные фонды, Агентство по развитию рынка капитала и государственное предприятие Центральный депозитарий ценных бумаг.

Предмет исследования составляют экономические отношения, возникающих в процессе развития деятельности инвестиционных фондов.

Методы исследования. При решении задач исследования использованы метод научной абстракции, эмпирическое, экономико-математическое моделирование, группировка статистических данных, сопоставительный анализ, выборочное наблюдение, корреляционный и регрессионный анализ.

Научная новизна исследования заключается в следующем:

обоснован дифференцированный подход к установлению суммы денежного вознаграждения, выплачиваемого доверительным управляющим за управление активами инвестиционных фондов, связанных с эффективным функционированием фонда;

обоснована необходимость разработки нормативно-правового документа в рамках государственного органа регулирования рынка ценных бумаг,

касательно преобразования простых акций акционерных обществ на привилегированные акции при предупреждении случаев непринятия общим собранием акционерных обществ решений о выплате дивидендов инвестиционным фондам;

разработан предварительный этап преобразования приватизированных инвестиционных фондов, у которых просрочен срок действия, и инвестиционных фондов, не соответствующих лицензионным требованиям, в паевые фонды;

при исследовании теоретических основ инвестиционных фондов, разработано предложение по внесению в структуру критериев классификации «различие по специализации группы операций и по организационным моделям».

Практические результаты исследования состоят в следующем:

проведен эконометрический анализ и определен уровень влияния факторов на основе оценки факторов, влияющие на изменение стоимости чистых активов инвестиционного фонда;

сформировано авторское определение к понятию инвестиционного фонда путем изучения социально-экономической сути, нормативно-правовых основ деятельности инвестиционных фондов и критериев классификации;

выявлены основные факторы, влияющие на деятельность инвестиционных фондов посредством анализа текущего состояния их деятельности;

обоснована необходимость использования исламских инвестиционных фондов, которые все более активизируются на мировом рынке при привлечении их на фондовый рынок с учетом того, что основная часть населения Узбекистана исповедует исламскую религию.

Достоверность результатов исследования. Достоверность научных результатов, полученные в процессе диссертационного исследования, определяется сопоставительными и критическими анализами научно-теоретических мнений ученых-экономистов по поводу перспектив развития инвестиционных фондов, изучением и обобщением нормативно-правовых основ местного и передового зарубежного опыта, а также тем, что результаты финансового состояния инвестиционных фондов в нашей республике основаны на официальных источниках национальных и международных престижных организаций, в том числе Агентства по развитию рынка капитала, а также статистических данных государственного предприятия «Центральный депозитарий ценных бумаг» и заключениями, полученные путем анализа процессов.

Научная и практическая значимость результатов исследования. Научная значимость результатов исследования заключается в возможности использования их при разработке стратегии развития рынка капитала, а также проведении научных исследований по перспективам развития инвестиционных фондов на фондовом рынке.

Практическая значимость результатов исследования заключается в возможности использования их при разработке стратегии развития рынка

капитала, а также разработки законодательных и подзаконных актов, Указов, Постановлений и Распоряжений Президента страны, постановлений Кабинета Министров и других нормативных актов, принимаемых в целях привлечения и размещения свободных денежных средств иностранных инвесторов, хозяйствующих субъектов, финансовых институтов и населения.

Внедрение результатов исследования. На основе результатов научного исследования, проведенного по перспективам развития инвестиционных фондов в Узбекистане, внедрено:

дифференцированный порядок установления суммы денежного вознаграждения, выплачиваемого доверительным управляющим за управление активами инвестиционных фондов в целях стимулирования повышения стоимости чистых активов, связанных с эффективным функционированием фонда внедрен в АО «Daromad Plus» IF (Решение Центра по координации и развитию рынка ценных бумаг справка №02-02/05-14-170 от 28 мая 2018 года). В результате внедрения на практике данного предложения в АО «Daromad Plus» IF стоимость чистых активов составила в 2010 году 1372,8 млн. сум, а в 2011 году - 1531,3 млн. сум; установление суммы вознаграждения в размере до 5 процента стоимости чистых активов, который в 2010-2011 годах был применен в порядке снижения до 4,63 и 4,64 процента, дало возможность получить экономический эффект, равный соответственно 5,08 и 5,45 млн. сумам;

предложение по применению нового порядка преобразования акций акционерных обществ, не дающие дивиденд, на привилегированные акции, которое служит значительному сокращению дебиторской задолженности и повышению эффективности деятельности инвестиционных фондов, внедрены в деятельность Центра по координации и развитию рынка ценных бумаг (Решение Центра по координации и развитию рынка ценных бумаг справка 02-02/05-14-170 и 02-02/05-14-171 от 28 мая 2018 года). В результате учета этого предложения дебиторская задолженность в размере 425,8 млн. сум, которая накопилась с 2014 года, в течении 2015 года сократилась до 344,9 млн. сум, а взысканная сумма направлена на повышение стоимости чистых активов инвестиционных фондов;

предложения по преобразованию инвестиционных фондов, срок приватизации которых истек и инвестиционных фондов, не соответствующих лицензионным требованиям, в паевые фонды за счет внедрения в коммерческих банках вида профессиональной деятельности доверительных управляющих принято в целях использования при разработке «Концепции долгосрочного и среднесрочного развития на рынке финансов» (Решение Центра по координации и развитию рынка ценных бумаг справка 02-02/05-14-170 и 02-02/05-14-171 от 28 мая 2018 года). Внедрение на практике данного предложения дало возможность внести соответствующие изменения в законодательные акты об инвестициях и паевых фондах, задействовать средства населения в форме инвестиций посредством усиления конкуренции между инвестиционными фондами, а также направить банками свободные

денежные средства населения в реальный сектор экономики за счет осуществления их деятельности в качестве доверительных управляющих инвестиционных активов.

предложение по исключению Центра по координации и развитию рынка ценных бумаг из состава Государственного комитета Республики Узбекистан по содействию приватизированным предприятиям и развитию конкуренции и предоставление его под ведомство правительства Республики Узбекистан, а также по совершенствованию законодательной базы путем приведения в соответствие нормативно-правовых документов по инвестиционным фондам к международным документам, использованы Центром по координации и развитию рынка ценных бумаг. (Решение Центра по координации и развитию рынка ценных бумаг справка 02-02/05-14-170). В результате внедрения на практике данного предложения отменен повторяющийся, излишний контроль государственных органов и создан новый государственный орган – Агентство по развитию рынка капитала.

Апробация результатов исследования. Результаты данного исследования изложены и обсуждены на 26 научно-практических конференциях, в том числе 10 республиканских и 16 (из них 2 зарубежных) международных.

Опубликованность результатов исследования. По теме диссертации опубликовано всего 39 научных работ, из них 13 в республиканских журналах, рекомендуемых

Высшей аттестационной комиссией Республики Узбекистан, в том числе 1 в зарубежном.

Структура и объём диссертации. Структура диссертации состоит из введения, трех глав, 8 параграфов, заключения, списка использованной литературы и 14-приложений. Объем диссертации составляет 150 страниц.

ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ ДИССЕРТАЦИИ

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

В первой главе диссертации - **«Теоретико-методологические основы развития инвестиционных фондов»** освещены научно-теоретические и методологические аспекты сущности инвестиционного фонда, объективная необходимость их с социально-экономической точки зрения, функции и классификации, опыт зарубежных стран по развитию инвестиционных фонда, а также инфраструктура инвестиционных фондов.

Развитие инвестиционных фондов (ИФ) служит сбору сбережений и накоплений населения для долгосрочного инвестирования их в ценные бумаги,

и за счет этого обеспечивается обновление и увеличение производственных ресурсов предприятий реального сектора экономики. Необходимость возникновения ИФ заключается в принятии профессиональными специалистами, в частности управляющими компаниями и посредниками инвестиционных решений, так как частные инвесторы (особенно население) имеет недостаточную квалификацию и навыки на фондовом рынке.

В литературе инвестиции разделяются по различным формам, т.е. по объекту вложения - на реальные и финансовые, а также по характеру участия – на косвенные и портфельные инвестиции, а в законодательстве они делятся по объекту назначения – на капитальные, инновационные и социальные инвестиции. Форму объекта вложения инвестиций можно выразить при помощи следующего определения У.Шарпа: «Реальные инвестиции (real investments) – это в основном инвестиции, вложенные в материальные активы (земля, оборудование, заводы). Финансовые инвестиции (financial investments) – это договора, прописанные на бумаге. Эти две формы инвестиций не конкурирует между собой, а дополняют друг друга». Вместе с тем, во многих источниках инвестиционные фонды толкуются как организации, компании, специализированные компании, финансовые продукты, имущественные комплексы, финансовые посредники, фонды, акционерные общества и юридические лица.

На наш взгляд, на основе исследуемой методики деятельности ИФ, т.е. на основе правил (методик) экономической систематизации, их требуется изучить одновременно в качестве участников трёхуровневого системного отношения: во-первых, ИФы подчиняются условиям закономерностей их развития как элемента системы финансового рынка и регулирования на макроуровне, во-вторых, ИФы, в качестве представителя коллективных инвестиционных институтов, имеют финансово-экономическую природу, и наконец, в-третьих, ИФы состоят из комплекса элементов, которые в качестве самостоятельной системы, дополняют друг друга. Основа нашего исследования составляют элементы 3-ей системы. Исследования показали необходимость изучения зарубежного опыта по ИФам как самостоятельной системы, по критериям их классификации, обобщению взглядов ученых-экономистов по этому вопросу, действующих нормативно-правовых основ, а также необходимость в критерии классификации ИФов включить дополнительно такой критерий, как «классификация по уровню специализации к группам операций и по организационной модели» (рис.1).

В мировой практике «по уровню специализации к группам операций» ИФы делятся на универсальные и институциональные фонды. «По организационной форме» инвестиционные фонды можно разделить на англосаксонский, континентальный (европейский, германский), гибридный и исламский виды их развития.

По масштабу деятельности; По возможностям инвесторов; По инвестиционной стратегии; По инвестиционной политике; По условиям покрытия фондовых ценных бумаг; По наличию обязанностей; По организационно-правовой форме	} По мнению зарубежных и узбекских ученых- экономистов
По уровню специализации к группам операций По организационной форме	} Предложено автором

Рис. 1. Критерии классификации ИФов

Рассмотрев социально-экономическую суть ИФов, нормативно-правовые основы их деятельности, объекты, субъекты, цель, функции, выполняющие операции, принципы и классификацию, сформировано авторское определение: «инвестиционные фонды – это финансовые посредники, осуществляющие инвестирование денежных средств акционеров в финансовые инструменты и другие активы, разрешенных законодательством».

Исходя из определений вышеназванных ученых-экономистов и исследователей, можно сделать вывод, что в этих определениях уделяется внимание особенным аспектам организационной модели фондового рынка стран мира – видам и категориям существующих инвестиционных фондов, свойственных национальному менталитету. Например, в США существуют взаимные (mutual funds) фонды, в Германии - инвестиционные компании, в России паевые фонды, в Казахстане – акционерные общества недвижимости, а в Узбекистане – ИФы в виде акционерных обществ и паевые фонды. Кроме этого, в эту категорию можно включить фонд облигаций, хедж-фонд, венчурный фонд, ипотечный фонд. Виды ИФов, которые представлены в данной таблице, сформированы под влиянием организационных моделей рынка ценных бумаг (таблица 1).

Изучение ИФов, подразделяя их на виды, имеет важное значение для любой страны, так как с каждой модели можно принять положительные аспекты по закономерностям развития ИФов, которые могут способствовать эффективности мероприятий государственного регулирования, перспективам развития инвестиционного климата и систем их стимулирования.

В процессе исследования уделено внимание также организационной модели ИФов, рассмотрены возможности их использования в Узбекистане. Согласно этой модели финансовые институты Пакистана, Бахрейна, Кувейта, Индонезии, Ирана, Малайзии не могут заранее получать доход на основе установленного процента, и выполнять спекулятивные операции, они могут только участвовать на долевой и арендной основе, покупать или продавать собственность в долг. При привлечении денежных средств, вместо депозитов, применяются акции на основе партнерства с банками, вместо ИФов - фондовые

и инвестиционные счета, в которых заранее не установлены процентные платежи, процентные облигации – дисконтная надбавка, облигации и деривативы не существуют, надбавочные государственные облигации (мухраб) конвертируются в доли инвестиционных фондов и за счет этих фондов правительство на основе проектного финансирования осуществляет финансирование.

Таблица 1

Виды ИФов в разрезе стран мира

№	Страны	Виды
1.	США	- управляющие компании; - взаимные фонды; - фонды сертификатов с номинальной стоимостью; - инвестиционные компании закрытого типа; - инвестиционные трасты (спонсоры, опекуны); - индексные фонды.
2.	Великобритания	- юнит-трасты; - инвестиционные трасты; - исламские фонды.
3.	Германия	- инвестиционные компании; - инвестиционные фонды, имеющие контракты (договора).
4.	Люксембург, Ирландия (Дублин)	- закрытые трасты; - инвестиционные компании или акционерные компании закрытого типа.
5.	Малайзия	- открытые паевые инвестиционные фонды; - закрытые паевые инвестиционные фонды.
6.	Россия	- акционерные инвестиционные фонды; - фонды с ограниченными паями в обороте; - закрытые паевые инвестиционные фонды; - биржевые паевые инвестиционные фонды; - промежуточные паевые инвестиционные фонды; - открытые паевые инвестиционные фонды.
7.	Казахстан	- акционерные инвестиционные фонды; - открытые паевые инвестиционные фонды; - акционерные инвестиционные фонды недвижимости; - промежуточные паевые инвестиционные фонды; - закрытые паевые инвестиционные фонды; - простые ширкаты или венчурные фонды в виде акционерных обществ.
8.	Узбекистан	- акционерные инвестиционные фонды; - открытые паевые инвестиционные фонды; - закрытые паевые инвестиционные фонды; - венчурные фонды; - инвестиционные компании; - управляющие компании. -

В международной статистике по долговым бумагам, исламские государства не приведены. Исламская финансовая система – считается

быстрорастущей отраслью в мире, стоимость исламских финансовых активов на конец 2018 года превысило 2,4 трлн.долл⁷. Из зарубежного опыта при привлечении в фондовый рынок части населения Узбекистана, исповедующих ислам, можно использовать формы исламских ИФов, которые все больше активизируются на мировом рынке. В этой связи, для внедрения на практике Узбекистана таких видов инвестиционных фондов, целесообразно внести изменения в закон «Об инвестициях и паевых фондах».

Учитывая мировой опыт, основная задача инфраструктур рынка ценных бумаг – заключается в обеспечении непрерывной деятельности всех его звеньев. А в условиях модернизации экономики страны требуется совершенствование существующего национального рынка ценных бумаг, в частности инфраструктуры ИФов. В силу того, что существуют проблемы в деятельности инфраструктур, которые поддерживают ИФы, не достаточно систематизирован национальный рынок ценных бумаг. Эти проблемы также связаны с непосредственным развитием ИФов.

Инфраструктура деятельности ИФов – комплекс учреждений и организаций, поддерживающих рынок ценных бумаг. На наш взгляд, инфраструктуры, связанные с ИФами, должны состоять из: государственного органа по регулированию рынка ценных бумаг; управляющего компании; фондовых бирж; профессиональных посредников фондовой биржа (брокеров, дилеров); депозитария; реестродержателей; расчетно-клиринговой палаты; трансфер-агентов; организатора внебиржевой торговли ценными бумагами; аудитора и банков. Результаты исследования по инфраструктуре ИФов, функционирующих в нашей республике, дали возможность сделать следующий вывод: Государственное предприятие центрального депозитария ценных бумаг (ЦД) – имеет статус монопольной организации на рынке ценных бумаг. Т.е. эта организация в рамках своих основных задач, занимается только открытием для акционерных обществ (АО) депо-счетов и хранением собственности, она также выполняет функцию участника (депозитарные операции реестродержателя и инвестиционного посредника), специализированного на оказании услуг по профессиональному виду деятельности на рынке ценных бумаг.

В процессе изучения инфраструктуры деятельности инвестиционных фондов выявлено, что основной проблемой в местных ИФах – обязательное участие двух юридических лиц: инвестиционного фонда и управляющей компании. Такое положение приводит к увеличению затрат на управление инвестиционными портфелями, что снижает его привлекательность

Во второй главе диссертации – **«Анализ современного состояния развития инвестиционных фондов в нашей стране»** освещены возникновение ИФов в Узбекистане, правовые и институциональные их основы, проведен анализ финансовых показателей деятельности инвестиционных фондов, а также эконометрический анализ оценки влияния факторов на стоимость чистых активов ИФов в Узбекистане.

⁷ Аброров С. Ўн йилда тўрт баробаргача ўсиш: ислом молияси ҳақида нималарни биламиз. Хуқуқ ва бурч. 2019 йил №2, 15-бет.

В 1996 году программы приватизации государственного имущества (предприятий), а также формирование класса собственников за счет широкого привлечения в этот процесс широкого круга населения, были обсуждены совместно с иностранными экспертами, после чего создана «пилотная программа» ПИФов. В 1996-1988 гг. в результате активного применения этой программы было создано 86 ПИФов. В последующем, проведенные реформы в этой сфере, стали причиной их стремительного сокращения. В частности, сокращение срока возврата государственного кредита с 7 лет, указанного в постановлении КМ № 220, до 5 лет в соответствии с постановлением КМ № 410, а также увеличение доли платежа купленных акций с 16,64 до 30 процентов привело к банкротству многих ПИФов.

Второй фактор, который привел к резкому сокращению количества ИФов в Узбекистане - стало приравнивание ИФов к акционерным обществам. Именно по состоянию на 1 февраля 2003 года, уставной фонд составил 50 тыс.долл.США, до 1 января 2010 года – 400 тыс.долл.США, а Указом УП-5177 от 2 сентября 2017 года сделан сумовой перерасчет 400 тыс.долл.США, и размер был установлен на уровне 1 600 млн. сум, а также внесено соответствующее изменение. В соответствии с законом Республики Узбекистан от 20 марта 2019 года № ЗРУ-531 «О внесении изменений и дополнений в некоторые законодательные акты Республики Узбекистан в связи с принятием дополнительных мер по улучшению делового климата в стране» отменено требование, связанное с наименьшим размером уставного фонда. Вместе с тем, наименьший размер уставного фонда общества может устанавливать лицензионные требования. ИФы, которые являются объектами исследования, согласно п.6 положения № 308 от 9 июля 2003 года, являются лицензирующим видом деятельности. В п. 13 приложения 2 постановления Кабинета Министров Республики Узбекистан № 410 отмечено, что уставный фонд ИФов при его учреждении формируется за счет долей его учредителей, а его размер должен составлять 1 600 млн. сумов.

К началу 2018 года в нашей республике функционировали 7 ИФов и 2 ПИФа, выпущенные ими акции и стоимость чистых активов приведены в следующей таблице 2.

Нужно отметить, что в хозяйственный суд направлены сведения о ликвидации 2-ух АО - «DO`STLIK» и «OLIM-F» XIF, в связи с невыполнением доверительными управляющими требований инвестиционной декларации. Уставной капитал действующих АО «SEMURG», «BARAKA», «OLTIN-INVEST», «DONOLIK VA KELAJAK», «MIRZO ULUG`BEK» IF, не соответствует требованиям постановления Кабинета Министров № 410. Поэтому перспектива деятельности этих 5 ИФов будет связана со стратегией доверительных управляющих.

Таблица 2

Номинальная стоимость акций и чистых активов, выпущенных инвестиционными фондами по состоянию на 1 января 2018 года⁸

№	Наименование ИФов	Регион, где расположен ИФ	Общий объем выпущенных акций (шт.)	Номинальная стоимость акций	Общий объем выпущенных акций (млн.сум)	Стоимость чистых активов (млн. сум)
1.	DO`STLIK XIF OAJ	Бухара	590 000	100	59,00	139,45
2.	OLIM-F XIF OAJ	г.Ташкент	1 090 091	100	109,01	437,00
3.	DAROMAD PLUS IF AJ	г.Ташкент	1 263 808	500	631,90	3 528, 65
4.	KAMALAK IF AJ	Андижан	229 021	2 700	618,36	1 017,2
5.	SEMURG` IF AJ	Кашкадарья	756 018	100	75,60	159,98
6.	BARAKA IF AJ	Фергана	6 709 936	100	670,99	484,94
7.	OLTIN-INVEST	Наманган	535 288	100	53,52	494,01
8.	DONOLIK VA KELAJAK IF AJ	Ташкент	557 510	100	55,75	297,07
9.	MIRZO ULUG`BEK	Самарканд	80 000	625	50,00	183,04
всего					2,324	6,74

Для выявления современного состояния структуры доходов ИФов, использовались данные АО «Daromad Plus»ИФ (рис.2).



Рис.2. Структура доходов АО ИФ «Даромад-плюс» в 2011-2017 гг.

Как видно из данного рисунка, доходы ИФов формируются в основном за счет дивидендов, процентов, доходов от финансовой деятельности и других доходов. Доходы ИФов этих фондов в 2012, 2013, 2015 и 2016 годах получены

⁸ www.deponet.uz

в основном за счет дивидендов, а в 2011 и 2017 гг. доля дохода, полученного от дивидендов и финансовой деятельности, практически сравнялась. А в 2014 году, в силу повышения номинальной стоимости акций с 30 тыс. сумов на 240 тыс. сум в АО «Minora qurish ekspeditsiyasi», хранящихся в фондовом портфеле, доля дохода, полученного от финансовой деятельности, в структуре доходов, резко увеличилась (на 1 890 млн. сумов).

На конец 2017 года, из 9 ИФов (ПИФов), функционирующих в нашей республике, только два, т.е. АО «Daromad Plus» IF и АО «BARAKA», выплатили дивиденд. АО «Daromad Plus» IF, являющимся объектом исследования, от чистой прибыли, которая превысила 574 млн. сум, 11 процентов направила на выдачу дивидендов, т.е. в размере 10 процентов от номинальной стоимости каждой простой акции.

В мировой практике в инвестиционных фондах не разработана единая методика отчисления от чистой прибыли в дивидендный фонд, в отличие от простых акционерных обществ. Решение о том, сколько начислить процентов на дивиденд от чистой прибыли инвестиционного фонда или направить ли их на новые объекты, принимается общим собранием акционеров. В мировой практике отсутствует необходимость принятия такого решения. Так как, исходя из фондовой политики, можно выделить часть чистой прибыли для оплаты дивиденда или полностью их реинвестировать.

Интересы акционеров в основном заключаются в повышении стоимости чистых активов. Т.е. даются сведения о стоимости имущества, приходящего на одного акционера в результате котировки ценных бумаг на фондовом рынке. При этом, акционер может получить соответствующий дивиденд от своей акции или доход в качестве разницы между курсами путем продажи их в период повышения их стоимости. Именно поэтому объем инвестиционного портфеля увеличивается за счет размещения общим собранием акционеров части чистой прибыли, полученной по итогам года, в инвестиционные объекты, в результате повышается стоимость чистых активов. В силу того, что такая практика в нашей республике не работает идеально, акционеры ограничиваются только дивидендами. Одним из актуальных проблем, ждущего своего решения, является то, что АО не на должном уровне или вообще не выдают дивиденды по своим акциям. В этой связи, предложено следующее предложение по предупреждению случаев непринятия общим собранием акционеров соответствующих акционерных обществ решений о выплате дивидендов по акциям, хранящихся в портфеле инвестиционных фондов. В целях предупреждения случаев непринятия общим собранием акционерных обществ решений о выплате дивидендов инвестиционному фонду, целесообразно разработать нормативно-правовой акт в рамках агентства развития рынка капитала о замене простых акций данных акционерных обществ на привилегированные акции.

Фиксированные затраты на управление в структуре затрат устанавливаются по отношению к чистым активам (таблица 3).

Таблица 3.

Структура затрат АО ИФ «Даромад-плюс» в 2011-2017 годах (млн.сум)

Показатели\годы	2011 г.	2012 г.	2013 г.	2014 г.	2015 г.	2016 г.	2017 г.
Стоимость чистых активов	1531,3	1588,9	1701,4	3456,8	3518,3	3352,9	3528,7
Фиксированные затраты на управление, в частности:	92,5	96,0	97,2	174,9	196,1	195,6	208,4
Вознаграждения доверительным управляющим (до 5 процентов)	71,1	76,3	78,4	152,7	173,7	176,5	187,2
Вознаграждения центральному депозитарию (до 2 процентов)	17,1	15,1	15,3	13,0	12,0	8,5	10,0
Вознаграждения членам наблюдательного совета (до 0.3 процента)	4,3	4,6	3,5	9,2	10,4	10,6	11,2
Нефиксированные затраты на управление, в частности:	3,6	17,3	10,6	7,3	5,86	7,1	13,5
Процентные платежи для государственных кредитов	0	0	0	0	0	0	0
Документы на проведение заседаний и общего собрания акционеров в Наблюдательном совете	1	0,8	1,9	1,9	1,3	0,1	0,3
Затраты на проведение аудиторской проверки	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	2,5
Оплата банковских услуг	1,0	10,3	8,0	2,2	2,6	3,2	3,3
Затраты на реализацию знаний	0	0	0,04	0,6	0,06	1,9	6,5
Ущерб от переоценки ценных бумаг	0	0	0	0	0	0	0
Другие затраты (ущерб)	1,1	5,7	0,2	2,1	1,4	1,4	0,9
Налоги и другие обязательные платежи	0	0,02	0	0	0	0	0
Всего затрат	96,1	113,3	108,8	182,3	202,0	203,1	221,9

Согласно данным этой таблицы, увеличение стоимости чистых активов в 2 раза в 2014 году, повлияло на резкое увеличение размера вознаграждения (без изменения других фиксированных затрат), выделенных доверительным управляющим. В результате анализа таких затрат можно прийти к следующему выводу. Расчет фиксированных затрат по отношению к чистым активам не всегда дает эффект. В действующем законодательстве доверительный управляющий получает вознаграждение в размере 5 процентов за управление активами фонда независимо от изменения стоимости чистых активов ИФов в течении года. Данный порядок должен соответствовать рыночным принципам заинтересованности доверительных управляющих при эффективном управлении активами инвестиционного фонда, т.е. полученный результат должен быть стимулом для эффективности.

В этой связи, разработано предложение по дифференцированному установлению выдачи денежного вознаграждения, выплачиваемое доверительному управляющему, с учетом стимулирования повышения стоимости чистых активов, т.е. изменения стоимости чистых активов по отношению к базисному году. Так как данный доверительный управляющий в предыдущем году получил вознаграждение за услуги, он должен получить прибыль за перспективную стратегию.

Кроме этого, как свидетельствует инвестиционный портфель фонда, который является объектом исследования, в силу того, что они сформированы в первые дни их приватизации, инвестиционные портфели (объекты инвестирования) сформированы только из акций промышленных предприятий, которые были приватизированы и преобразованы в АО. Как свидетельствует структура портфеля этих фондов, стратегия доверительных управляющих инвестиционных активов допускают оплошность при направлении средств в современные средства ценных бумаг. В силу того, что не достаточно проведены маркетинговые исследования, акции АО, которые стали банкротами, сохраняются в портфелях ИФов. Это, в свою очередь, негативно влияет на стоимость чистых активов ИФов, что приводит к искусственному возникновению дебиторской задолженности. В этой связи, как указано в законодательстве об инвестициях и паевых фондах, ИФы могут направлять средства фонда в банковские расчетные счета, в сбережения, иностранную валюту и недвижимость. Кроме этого, доверительный управляющий должен эффективно использовать возможности инвестирования, возникающих за счет экономических реформ, проводимые в нашей республике. В ИФ в качестве такого объекта инвестирования можно рекомендовать внесение доверительным управляющим инвестиции в государственные ценные бумаги и международные облигации.

В диссертации проделан анализ факторов, влияющих на стоимость чистых активов ИФ «Камалак», и анализ по модели авторегрессии и распределенного лага (ARDL), основанной на сложных эконометрических методах их вычисления. Влияние факторов на стоимость чистых активов выразим в виде простейшей математической формулы.

$$NAV = f(AR, CD, TR, TE,)$$

где: NAV – стоимость чистых активов инвестиционного фонда;

AR – дебиторская задолженность инвестиционного фонда;

CD – кредиторская задолженность инвестиционного фонда;

TR – общий доход инвестиционного фонда;

TE – общие затраты инвестиционного фонда. После соответствующего адекватного теста с помощью модели ARDL определена долгосрочная и краткосрочная связь факторов:

$$\ln NAV_t = \varphi_0 + \beta_1 \ln AR_{t-1} + \beta_2 \Delta \ln CD_{t-1} + \beta_3 \Delta \ln TR_{t-1} + \varepsilon_t$$

Результаты данного теста отражены в таблице 4.

Из коэффициентов ARDL видно, что дебиторская задолженность и общий доход инвестиционного фонда положительно влияет на стоимость чистых активов. Однако показатель кредиторской задолженности негативно влияет на чистые активы ИФов. Модель авторегрессии и распространенного лага (ARDL) можно выразить следующим образом.

$$\begin{aligned} \Delta \text{LnNAV} = & 0.029851 - 0.437686\Delta \text{LnNAV}(-1) + 0.272864\text{LnAR} - 0.165034\text{LnAR}(-1) \\ & - 0.086745\text{LnAR}(-2) - 0.039483\Delta \text{LnCD} + 0.019210\Delta \text{LnCD}(-1) \\ & - 0.011675\Delta \text{LnCD}(-2) - 0.042785 \Delta \text{LnCD}(-3) + 0.015880 \Delta \text{LnTR} \\ & + 0.017073\Delta \text{LnTR}(-1) + 0.018887\Delta \text{LnTR}(-2) + 0.015336\Delta \text{LnTR}(-3) \end{aligned}$$

Таблица 4.

Оценка по модели авторегрессии и распределенного лага (ARDL)⁹

Переменные	ARDL(1,2,3,3)			
	Коэффициент	Стандартная погрешность	t-статистика	Вероятность
$\Delta \text{LnNAV}(-1)$	-0.437686	0.244106	-1.793017	0.0889
LnAR	0.272864	0.041055	6.646345	0.0000***
LnAR(-1)	-0.165034	0.071637	-2.303743	0.0327
LnAR(-2)	-0.086745	0.061367	-1.413562	0.1737
ΔLnCD	-0.039483	0.018038	-2.188828	0.0413**
$\Delta \text{LnCD}(-1)$	0.019210	0.020311	0.945796	0.3561
$\Delta \text{LnCD}(-2)$	-0.011675	0.018521	-0.630345	0.5360
$\Delta \text{LnCD}(-3)$	-0.042785	0.018978	-2.254473	0.0362
ΔLnTR	0.015880	0.005423	2.928354	0.0086***
$\Delta \text{LnTR}(-1)$	0.017073	0.005964	2.862970	0.0100
$\Delta \text{LnTR}(-2)$	0.018887	0.005366	3.519441	0.0023
$\Delta \text{LnTR}(-3)$	0.015336	0.005881	2.607513	0.0173
Критерии модели				
Квадрат остатков		0.868273		
Квадрат измененных остатков		0.785076		
F-статистика		10.43645		
Вероятность (F-статистика)		0.000006***		

*** показывает статистическую важность в 1 %, ** показывает статистическую важность в 5%, * показывает статистическую важность в 10%.

Как показал тест краткосрочной зависимости, существует краткосрочная зависимость между дебиторской задолженностью на чистые активы ИФов и общими доходами. Кроме этого, кредиторская задолженность также имеет краткосрочную зависимость, однако эта зависимость считается обратной. А тест долгосрочной зависимости показал долгосрочное влияние общего дохода фонда на стоимость чистых активов инвестиционного фонда. В целях проверки прочности эконометрической модели проведен тест CUSUM по остаткам, согласно которого общая сумма остатков является устойчивой. Данный тест означает, что по сформированной эконометрической модели сможет осуществить долгосрочный и краткосрочный прогноз.

В заключении можно сказать, что в результате глубокого эконометрического анализа, проведенного по модели авторегрессии и распределенного лага (ARDL) независимая переменная имеет краткосрочную

⁹ Разработана автором по материалам «Камалак» ИФ с помощью программы Eviews-9.0.

зависимость со стоимостью чистых активов инвестиционного фонда, с дебиторской задолженностью данного фонда, общим доходом и кредиторской задолженностью, которые являются независимой переменной, и увеличение независимой переменной – дебиторской задолженности инвестиционного фонда на один процент, приведет к увеличению независимой переменной - стоимости чистых активов инвестиционного фонда на 0.27 процента. Повышение общих доходов на один процент приведет к повышению чистых активов инвестиционного фонда на 0.015 процента. Однако, повышение кредиторской задолженности на один процент станет причиной снижения стоимости чистых активов инвестиций на -0.039 процента.

Как показали исследования, между коэффициентами долгосрочной и краткосрочной зависимости существует незначительные изменения. Так как факторами, краткосрочно влияющих на стоимость чистых активов инвестиционного фонда, являются общий доход, кредиторская и дебиторская задолженность инвестиционного фонда. Краткосрочный прогноз стоимости чистых активов ИФа можно осуществить с учетом этих факторов. Долгосрочно влияющим фактором ИФа является общий доход. Поэтому долгосрочный прогноз стоимости чистых активов целесообразно осуществить с учетом факторов общего дохода инвестиционного фонда.

Кроме этого, как показывает инвестиционный портфель фонда, изучаемого в качестве объекта исследования, в силу того, что они сформировались в первые годы приватизации, была приватизирована только государственная собственность инвестиционного портфеля (объекта инвестирования), которая состояла из акций промышленных предприятий, преобразованных в АО. Стратегия доверительных управляющих инвестиционных активов проявляет медлительность в направлении денежных средств в современные средства ценных бумаг. Причина этому, в силу того, что недостаточно проведены маркетинговые исследования, акции АО, которые дошли до уровня банкротства, остаются в портфеле ИФов. Это, в свою очередь, негативно влияет на стоимость чистых активов, что искусственно приводит к дебиторской задолженности.

В этой связи, как отмечено в законодательстве об инвестиционных и паевых фондах ИФов, средства фонда можно направить на банковский расчетный счет, сбережение, иностранную валюту и недвижимость. Кроме этого, доверительный управляющий ИФов также должен эффективно использовать возможности инвестирования, возникающих в результате экономических реформ, проводимых в республике. В ИФах доверительным управляющим инвестиционных активов, в качестве таких объектов инвестирования, можно предложить инвестировать в государственные ценные бумаги, международные бонды и международные облигации.

В третьей главе диссертации – **«Приоритетные направления и перспективы развития инвестиционных фондов в Республике Узбекистан»** выявлены возможности применения в Узбекистане зарубежного опыта развития ИФов, а также проблемы, связанные с путями развития ИФов, разработаны

научные предложения и практические рекомендации, направленные на их предотвращение.

При изучении опыта таких стран как Россия и США, в которых развиты паевые инвестиционные фонды (ПИФы), сделано заключение о возможности использования их опыта в нашей стране при создании ПИФов. Для этого, таким видом деятельности ПИФа может заниматься банк на рынке ценных бумаг при привлечении денежных средств населения. В силу того, что ПИФ не является юридическим лицом, коммерческие банки объединяют в одном месте средства сберегателей (инвесторов), у которых единая цель (единое желание), которые могут профессионально осуществлять деятельность в качестве доверительных управляющих в управлении инвестиционными их активами.

При этом, в результате открытия в банках ПИФы и привлечения денежных средств, появится возможность предложить за определенную плату дополнительные виды услуг такие, как услуги агента, депозитария и реестродержателя. Для этого банкам, конечно же, придется создать вид деятельности БК (доверительный управляющий активами фонда). Именно банки являются агентами ПИФов, банки с помощью распространения этих паев смогут получить дополнительный доход.

В процессе анализа деятельности существующих в нашей республике ИФов, выявлено, что согласно решения наблюдательного совета действующих ИФов: инвестиционные фонды не вправе изменять другую организационно-правовую форму юридического лица, не ликвидировав свою деятельность в качестве инвестиционного фонда. Кроме этого, ОАО «DO`STLIK» и «OLIM-F» XIF не отвечают требованиям нормативно-правовым документам, регулирующих их деятельность, АО «SEMURG», «BARAKA», «OLTIN-INVEST», «DONOLIK VA KELAJAK» и «MIRZO ULUG`BEK» IF осуществляют свою деятельность без соответствия с лицензионными требованиями.

В этой связи, учитывая, что доверительный управляющий или в случае его отсутствия, наблюдательный совет инвестиционного фонда в течении трех месяцев, должен нанять доверительного управляющего или выйти с инициативой ликвидировать ИФ, в исследовании изучены возможности преобразования ПИФ (ИФ)ов в паевые инвестиционные фонды, которые имеют свое место в мировой практике.

Согласно приложения 2 Положения «Об инвестиционных фондах», утвержденного постановлением Кабинета Министров Республики Узбекистан № 410 от 25 сентября 1998 года «О мерах по совершенствованию деятельности инвестиционных и приватизированных инвестиционных фондов» ИФ: ликвидируются на основании решения общего собрания акционеров или хозяйственного суда, в случае отзыва лицензии, выданной на осуществление деятельности, а также на другом основании, предусмотренные законодательными актами Республики Узбекистан. Кроме этого, добровольная ликвидация ИФов осуществляется в установленном порядке ликвидационной комиссией, которую назначило общее собрание акционеров, а принудительная

ликвидация – в порядке, установленном с законодательных актах «О банкротстве». Ликвидационная комиссия оценивает имущество ПИФов и ИФов, определяет их кредиторов и дебиторов, рассчитывается с ними, предпринимает меры по оплате третьим лицам долгов фонда, составляет ликвидационный баланс и предоставляет их общему собранию акционеров. Причина этому для добровольной ликвидации данных фондов нельзя применить законодательные акты о банкротстве при обязательной ликвидации и решении ликвидационной комиссией, которую назначило общее собрание акционеров. Т.е. акции в портфеле фонда – остаются собственностью, которая бездействует и которую невозможно оценить должным образом, в результате того, что акции не приносят доход за счет невыплат дивидендов со стороны АО, нет возможности перепродать, а также отсутствуют покупатели на вторичном рынке. В этой связи, считаем целесообразным преобразовать эти фонды в ПИФы, которые соответствуют целям, виду деятельности, и которые успешно работают за рубежом, а также не противоречащие нормативно-правовым актам.

При этом из вышеприведенных категорий ПИФов (открытый, закрытый и интервальный паевой фонд) считаем необходимым выбрать интервальные паевые или закрытые паевые фонды.

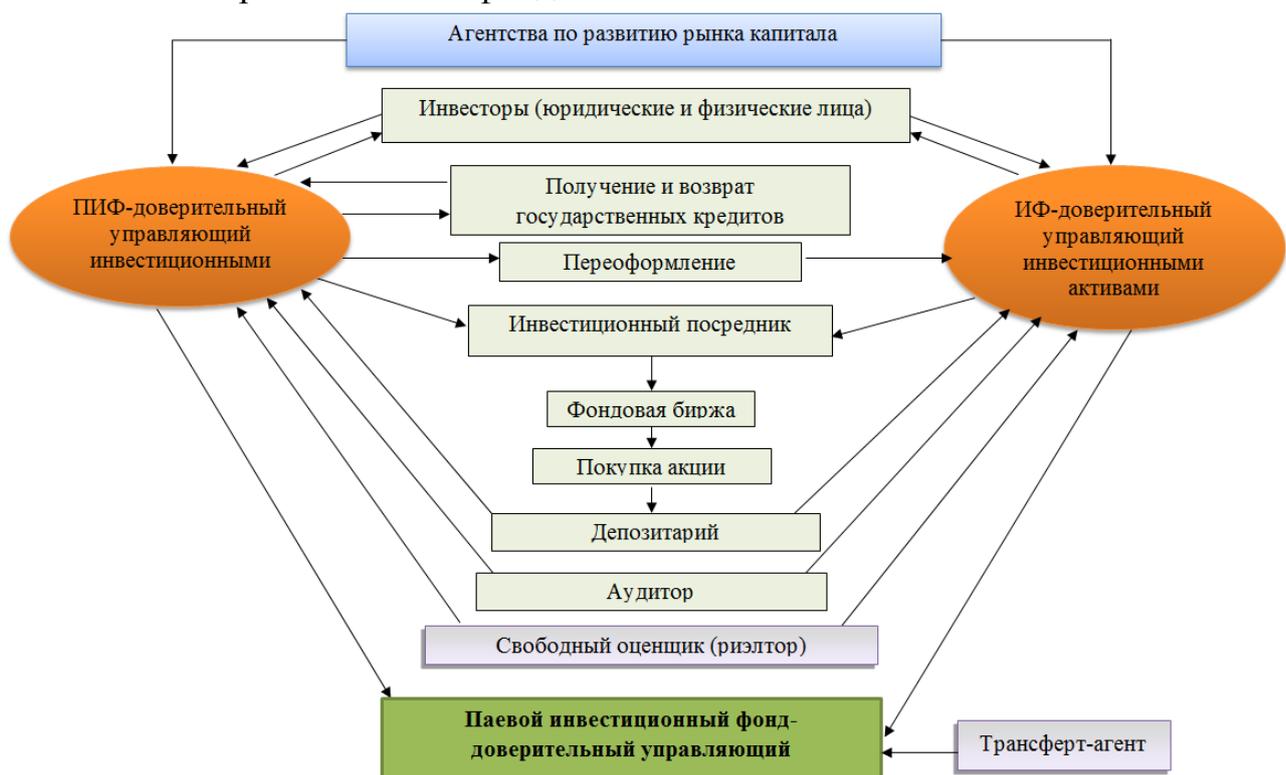


Рис.4. Механизм деятельности ПИФ (ИФ)ов и предварительный этап преобразования их в паевые инвестиционные фонды¹⁰

Предложенную на рис. 4 инфраструктуру можно применить при преобразовании ПИФ(ИФ)ов, созданных в республике, на паевые инвестиционные фонды. В случае, когда наблюдательный совет ПИФ (ИФ)ов

¹⁰ Разработано автором.

выходит с инициативой по преобразованию настоящего фонда в ПИФ БК (доверительный управляющий инвестиционными активами) со свободным оценщиком (риелтором) составляет договор об оценке СЧА. После этого, выявленный СЧА, в качестве доли, перераспределяется между акционерами. Таким образом, члены наблюдательного совета могут войти в структуру (обязательно с лицензией) как ликвидатор деятельности или как инициатор БК (возможный учредитель). Т.е. по инициативе членов наблюдательного совета ИФы или ПИФы преобразовываются в паевые инвестиционные фонды.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

1. Общее собрание акционеров АО постоянно принимает решения о невыплате дивидендов по акциям, хранящими портфеле ИФ. В этой связи, в целях предупреждения таких случаев Агентству по развитию рынка капитала целесообразно разработать нормативно-правовой акт о замене простых акций данного акционерного общества на привилегированные акции. Это, в свою очередь, поможет обеспечить выдачу дивидендов от акций ИФ.

2. В действующем законодательстве доверительный управляющий получает вознаграждение в размере 5 процентов за управление активами фонда независимо от изменения стоимости чистых активов ИФов в течении года. Такой порядок, т.е. полученный результат должен быть стимулом для эффективности. В связи с этим, заинтересованность доверительного управляющего при эффективном управлении активами инвестиционного фонда необходимо адаптировать к рыночным закономерностям, а полученный результат должен быть стимулом для эффективности. Необходимо дифференцированное установление суммы денежного вознаграждения, выплачиваемого доверительным управляющим за управление активами инвестиционных фондов в целях стимулирования повышения стоимости чистых активов, связанных с эффективным функционированием фонда. При этом, доверительный управляющий, осознавая, что он в предыдущем году получил вознаграждение за услуги, будет стремиться разрабатывать бизнес-проекты, которые в будущем могут принести доход.

3. В нашей стране существуют ПИФы, срок деятельности которых истек, и ИФы, которые не соответствуют лицензионным требованиям. В связи с этим необходимо урегулировать уставной фонд в целях легализации и обеспечения прозрачности их деятельности, отмены лицензионных требований или преобразования ИФов в ПИФы. В процессе преобразования в ПИФы, независимыми оценщиками оформляются выявленные ИФы и ПИФы в качестве доли акционеров СЧА.

4. Необходимо паевые инвестиционные фонды, способные изменить закономерности развития внутреннего фонда и инвестиций в сфере обеспечения темпа устойчивого экономического роста социальных проблем Республики Узбекистан в положительную сторону, создать в структуре коммерческих банков, которые имеют современную инфраструктуру. При этом,

возникает необходимость использования на практике нового вида ИФ – паевого инвестиционного фонда, которые указаны в законе «Об инвестициях и паевых фондах».

5. В связи с тем, что в Узбекистане не создана правовая основа Исламского инвестиционного фонда, которая все более активизируется в мировой практике, нет возможности привлечения на фондовый рынок части населения Узбекистана, исповедующих ислам. В этой связи, для применения на практике Узбекистана данного фонда, необходимо внести в закон «Об инвестициях и паевых фондах» в качестве нового вида инвестиционных фондов – Исламские инвестиционные фонды. Это, в свою очередь, приведет к формированию конкурентной среды между инвестиционными фондами.

6. В связи с тем, что мало информации об ИФах, у населения существует негативные мнения об их деятельности. В целях популяризации ИФов и повышения их престижа, привлекательности среди населения, необходимо повысить грамотность населения по рынку ценных бумаг. При этом, учитывая мировоззрение (менталитет) местного населения, необходимо при участии экспертов непрерывно анализировать данные о диверсификации портфеля, доходности ИФов, изменении рыночных цен через СМС компаний сотовых связей или СМИ.

7. На сегодняшний день средства инвестиционного фонда можно направить на акции АО, сбережения, на доли в новые создаваемые предприятия, иностранную валюту и недвижимость. Доверительный управляющий ИФов, должен, дифференцировано формировать инструменты ценных бумаг в портфеле фонда, принимать участие в выпуске в обращение государственных ценных бумаг, банковских, корпоративных и международных облигаций, появившихся в процессе стремительных экономических реформ, а также в торговле драгоценными металлами. В результате эффективного использования объектов инвестирования со стороны ИФов снизится уровень риска в портфеле инвестиции.

**SCIENTIFIC COUNCIL NO DSc. 27.06.2017.I.16.03 AWARDING
SCIENTEFIC DEGREES AT TASHKENT STATE UNIVERSITY
OF ECONOMICS AND BANKING AND FINANCE ACADEMY
OF THE REPUBLIC OF UZBEKISTAN**

TASHKENT STATE UNIVERSITY OF ECONOMICS

SULTANOV MAKHMUD AKHMEDOVICH

**INVESTMENT FUNDS DEVELOPMENT
PROSPECTS IN UZBEKISTAN**

08.00.07 – Finance, money circulation and credit

ABSTRACT

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

Tashkent – 2019

The theme of doctoral dissertation (PhD) was registered under number B2017.2.PgD/Iqt214 at the Supreme Attestation Commission at the Cabinet of Ministers of the Republic of Uzbekistan.

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

The abstract of dissertation is placed in three languages (Uzbek, Russian and English (synopsis)) on the webpages of the Scientific Council (www.tdiu.uz) and Informational educational portal «ZiyoNet» (www.ziyo.net).

Scientific supervisor: **Karimov Narboy Ganievich**
Doctor of economic science, professor

Official opponents: **Jumaev Nodir Hosiyatovich**
Doctor of economic science, professor

Sattarov Odil Berdimuratovich
Doctor of economic science

Leading organization: **Tashkent financial institute**

The dissertation defence will take place on «20» June 2019 at 16⁰⁰ at the meeting of the Scientific Council No. DSc.27.06.2017.I.16.03 at Tashkent state university of economics and Banking and Finance academy of the Republic of Uzbekistan (Address: Tashkent city, I.Karimov street, 49. Tel: (+99871) 239-28-27; Fax: (99871) 239-43-51; E-mail: tdiu@tdiu.uz).

The doctoral dissertation is available at the Information resource center of Tashkent state university of economics (registered under number____). Address: Tashkent city, I.Karimov street, 49. Tel: (+99871) 239-28-27; Fax: (99871) 239-43-51; E-mail: tdiu@tdiu.uz).

The abstract of dissertation sent out on «7» June, 2019.

(mailing report №9 from «7» June, 2019).

A.Sh. Bekmurodov

Chairman of the Scientific Council for awarding scientific degrees, Doctor of Economic Sciences, Professor

U.V. Gafurov

Secretary of the Scientific Council for awarding scientific degrees, Doctor of Economic Sciences, Professor

N. H. Jumaev

Chairman of the Seminar under the Scientific Council for awarding scientific degrees, Doctor of Economic Sciences, Professor

INTRODUCTION (abstract of the dissertation of the doctor of philosophy (PhD))

The aim of the research work is to develop scientifically based methodological proposals and practical recommendations on the prospects for the development of investment funds in Uzbekistan.

The object of the research is investment funds operating in our country, the Agency for the Development of the Capital Market and the state enterprise of Central Securities Depository.

The scientific novelty of the research work is comprised of followings:

substantiated a differentiated approach to determining the amount of cash remuneration paid by the trustee for managing the assets of investment funds related to the efficient functioning of the fund;

justified the need to develop a regulatory document within the state body regulating the securities market regarding the conversion of ordinary shares of joint stock companies to preferred shares when preventing cases of non-adoption by the general meeting of joint stock companies of decisions on paying dividends to investment funds;

a preliminary stage has been developed for transforming privatized investment funds that have expired and investment funds that do not meet licensing requirements into mutual funds;

a proposal was developed to introduce into the structure of the classification criteria «a distinction in the specialization of a group of operations and in organizational models» in the study of the theoretical foundations of investment funds.

Implementation of research results.

On the basis of achieved scientific research results on prospects of investment funds development in Uzbekistan:

approach of differentiated determination of the amount of monetary compensation paid by the trustee for the management of the assets of investment funds in order to stimulate an increase in the value of net assets associated with the efficient operation of the fund was implemented in JSC «Daromad Plus» IF (certificate of the Center No. 03-02-02 / 05-14-170 dated May 28, 2018). As a result of the implementation of this proposal in practice at JSC «Daromad Plus» IF, the net asset value in 2010 amounted to 1,372.8 million soums, and in 2011 - 1,531.3 million soums. Under the current law, the trustee may set the amount of remuneration in the amount of up to 5 percent of the value of such assets. However, this monetary remuneration is applied in order of decrease from 4.63 percent to 4.64 percent in 2010-2011, with an economic effect equal to 5.08 and 5.45 million soums, respectively;

proposal for the application of a new procedure for converting shares of joint-stock companies that do not give a dividend to preferred shares, which serves to significantly reduce accounts receivable in order to increase the efficiency of investment funds' activities introduced into the Centre's activities (Center certificate No. 03-02-02 / 05-14-170 dated May 28, 2018). As a result of taking into account

these proposals, receivables in the amount of 425,8 million sums that have accumulated since 2014 during 2015. Reduced to 344.9 million sums and the recovered amount is aimed at increasing the value of the net assets of investment funds;

proposals for the conversion of investment funds, the privatization period of which has expired, and investment funds that do not meet licensing requirements, into mutual funds due to the introduction of professional trustees in commercial banks were adopted for use in developing the «Concept of long-term and medium-term development in the financial market» certificate of the Center No. 02-02 / 05-14-170 and No. 02-02 / 05-14-171 of May 28, 2018). The practical implementation of this proposal made it possible to make appropriate changes to legislation on investments and mutual funds, to use public funds in the form of investments by increasing competition between investment funds, and also to send banks free cash funds of the population to the real sector of the economy by implementing their activities in as trust managers of investment assets.

proposal to exclude the Center for the Coordination and Development of the Securities Market from the State Committee of the Republic of Uzbekistan to promote privatized enterprises and develop competition and submit it to the jurisdiction of the Government of the Republic of Uzbekistan, as well as to improve the legal framework through the adaptation of legal documents on investment funds to international documents used by the Center for the Coordination and Development of the Securities Market (Center) (certificate of the Center No. 03-02-02/05-14-170 of 28 May 2018). As a result of the implementation of this proposal in practice, the repeated, redundant control of state bodies was canceled; a new state body was created - the Agency for the Development of the Capital Market;

Approbation of research results. The results of this study are presented and discussed at 26 scientific conferences, including 10 republican and 16 (of which 2 foreign) international.

Publication of research results. On the topic of the thesis, a total of 39 scientific works were published, 13 of them in republican journals recommended by the Higher Attestation Commission of the Republic of Uzbekistan, including 1 in foreign ones.

The structure and scope of the dissertation. The structure of the thesis consists of introduction, three chapters, 8 paragraphs, conclusion, list of references and 14 applications. The volume of the thesis is 150 pages.

ЭЪЛОН ҚИЛИНГАН ИШЛАР РЎЙХАТИ
СПИСОК ОПУБЛИКОВАННЫХ РАБОТ
LIST OF PUBLISHED WORKS

I бўлим (I часть; I part)

1. Султанов М.А. Ўзбекистон тижорат банкларида пай фондларини тузишнинг хориж тажрибасидан фойдаланиш имкониятлари. «Халқаро молия ва ҳисоб» илмий электрон журнали. 2018 йил № 4-5, август-октябрь; (08.00.00; №19).

2. Султанов М.А. Исследование генезиса и сущности инвестиционных фондов в Республике Узбекистан. Бюллетень науки и практики. Электрон. журн. 2017. №12 (25). С. 307-320. **Impact-factor:** GIF – 0.454; Режим доступа: <http://www.bulletennauki.com/sultanov-m> (дата обращения 15.12.2017);

3. Султанов М.А. Инвестиция фондларининг ташкилий моделлари // Бозор, пул ва кредит. - Тошкент. 2017 йил №4, 58-65 б.; (08.00.00; №4).

4. Султанов М.А. Совершенствование инфраструктуры функционирования инвестиционных фондов // Молия. №2, 2012, стр. 124-129; (08.00.00; №12).

5. Султанов М.А. Ўзбекистонда инвестиция жамғармалари // Бозор, пул ва кредит 2001 йил. №7 32-33 б.; (08.00.00; №4).

6. Султанов М.А. Инвестиционные фонды в Узбекистане // Рынок, деньги и кредит. 2001 год. №7, стр. 34-35; (08.00.00; №4).

7. Султанов М.А. Хусусийлаштириш инвестиция фондлари. (Муаммо ва ечимлар) // Ўзбекистон иқтисодий ахборотномаси. № 3. 2000 й. 7-9 бб. (08.00.00; №1).

8. Султанов М.А. Ўзбекистонда пай фондларини ташкил этишнинг объектив зарурлиги ва ўзига хос хусусиятлари. «Ўзбекистон Республикасининг Ҳаракатлар стратегияси: макроиқтисодий барқарорлик, инвестицион фаоллик ва инновацион ривожланиш истиқболлари» мавзусидаги халқаро илмий-амалий анжуман илмий мақола ва маърузалар тўплами. ТДИУ, БМА ва Тошкент шаҳридаги Халқаро Вестминистер Университети. IV-шўъба. 2018 йил 28-29 май. 142-149 бб;

9. Султанов М.А. Молия бозорида институтчионал инвесторлар сифатида фаолият юритувчи инвестиция фондлари фаоллигини ошириш. Ўзбекистон иқтисодиёти рақобатбардошлигини оширишга банк – молия тизимининг самарали тизимини кучайтириш. Халқаро илмий-амалий конференция. БМА. 2017 йил 24 ноябрь 134-136 бб;

10. Султанов М.А. Ўзбекистонда инвестиция фондлари жозибадорлигини оширишда инвестициялаш объектларини кенгайтириш масалалари. «Миллий иқтисодиёт рақобатбардошлигини оширишда хорижий инвестициялар, рақамли иқтисодиёт ва инновациянинг роли: миллий ва хорижий тажриба» мавзусидаги республика илмий-амалий конференция материаллари тўплами. ТДЮУ. 2019 йил 28 март. 293-295 бб.

11. Султанов М.А. Инвестиция фондларининг ривожланиш ҳолати ва истиқболлари. «Мамлакат инвестицион муҳитини такомиллаштириш –

Ўзбекистон иқтисодиётига хорижий инвестицияларни жалб қилишнинг асосий омили» мавзусидаги республика миқёсидаги илмий-амалий анжуман материаллари тўплами. ЖИДУ. 2018 йил 22 ноябрь. I қисм. 50-53 бб.

II бўлим (II часть; II part)

12. Каримов Н.Ғ., Султанов М.А. Инвестиция фондларида молиявий муносабатларни ташкил этишнинг ўзига хос хусусиятлари // «Иқтисодиёт ва инновацион технологиялар» илмий электрон журнали. 2018 йил № 4, июль-август; (08.00.00; №10).

13. Султанов М.А., Бабаджанов Дж.А. Необходимость нового подхода к исследованию развития инвестиционных фондов в Республике Узбекистан // Москва. Вопросы экономических наук, № 6, 2016 год. Стр.65-67;

14. Султанов М.А., Бобожонов Ж.А. Инвестиция фондлари ижтимоий-иқтисодий моҳиятига тизимли ёндошув // Бизнес эксперт. 2016 йил № 9 (105), 16-21 бб; (08.00.00; №3).

15. Султанов М.А., Ғаниев А.Н. Инвестиция фондлари – илмий – назарий тадқиқ предмети сифатида // «Иқтисодиёт ва инновацион технологиялар» илмий электрон журнали. 2016 йил № 3, май-июнь; (08.00.00; №10).

16. Каримов Н.Ғ., Султанов М.А. Значение инвестиционных фондов в развитии мировой экономики и интеграционных процессов страны // Иқтисодиёт ва таълим №3, 2012, стр.28-32; (08.00.00; №11).

17. Султанов М.А., Узаков А.Т. Инвестиционные фонды в годы экономических реформ в Узбекистане // Москва. Информационно-аналитический журнал. «Актуальные проблемы современной науки». № 2, 2001 год, стр. 55-57;

18. Султанов М.А. Ўзбекистонда инвестиция фондлари: шаклланиш босқичлари ва ривожланиш истиқболлари. Илмий рисола.-Т.: LESSON PRESS. 2018. 54 б.;

19. Султанов М.А. Ўзбекистонда инвестиция фондлари: мавжуд муаоммалар ва ривожланиш истиқболлари. «Ўзбекистон Республикасини ривожлантиришнинг бешта устувор йўналиши бўйича ҳаракатлар стратегиясини амалга оширишда иқтисодиётни ривожлантириш ва либераллаштириш масалалари» мавзусидаги халқаро илмий - амалий конференцияси тезислари тўплами. – Тошкент. ДБА. 2018 йил 27 апрел. 158-160 бб;

20. Султанов М.А. Шамсиева Н.Н. Давлат томонидан инвестиция фондларини самарали ташкил этишнинг устувор йўналишлари. Development Prospekts of Economic Cooperation Between Republik of Uzbekistan and People Republik of China. International Scintifik-practical Conference TASHKENT 2016, APRTL 22 – pp182;

21. Султанов М.А., Нуриддинов С.А. Инвестиционные фонды в годы экономических реформ в Узбекистане. Экономика и технология: Межвузовский сборник научных трудов. Выпуск 12 Том 1. М.: Издательство Российской Экономической Академии, 2001. стр. 25-28.

Автореферат ТДИУ «Тахририй-нашриёт бўлимида» тахрирдан ўтказилди
(2019 йил 28 май).

Босишга рухсат этилди: 30.05.2019 йил.
Бичими 60x84 ¹/₁₆, «Times New Roman»
гарнитурда рақамли босма усулида босилди.
Шартли босма табоғи 3,4. Адади: 100. Буюртма: №307.

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

«АКАДЕМИЯ НОШИРЛИК МАРКАЗИ»
Давлат унитар корхонасида чоп да чоп этилди.