

**ТОШКЕНТ ДАВЛАТ ИҚТИСОДИЁТ УНИВЕРСИТЕТИ ВА  
ЎЗБЕКИСТОН РЕСПУБЛИКАСИ БАНК-МОЛИЯ АКАДЕМИЯСИ  
ҲУЗУРИДАГИ ИЛМИЙ ДАРАЖАЛАР БЕРУВЧИ  
DSc27.06.2017.1.16.03 РАҚАМЛИ ИЛМИЙ КЕНГАШ**

---

**ЎЗБЕКИСТОН РЕСПУБЛИКАСИ БАНК-МОЛИЯ АКАДЕМИЯСИ**

**БАҚОЕВА ГУЛБАҲОР МАТЁҚУБОВНА**

**ЎЗБЕКИСТОН ҚИММАТЛИ ҚОҒОЗЛАР БОЗОРИНИ  
РИВОЖЛАНТИРИШДА ДЕРИВАТИВЛАРНИ ҚЎЛЛАШ  
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 the dissertation abstract of doctor of Philosophy (Phd)  
on Economic Science**

<b>Бақоева Гулбаҳор Матёқубовна</b> Ўзбекистон қимматли қоғозлар бозорини ривожлантиришда деривативларни қўллаш истиқболлари.....	3
<b>Бақоева Гулбаҳор Матякубовна</b> Перспективы применения деривативов в развитии рынка ценных бумаг в Узбекистане.....	29
<b>Bakoeva Gulbakhor Matyakubovna</b> Perspectives of derivatives' implementation in development of securities market of Uzbekistan.....	53
<b>Эълон қилинган ишлар рўйхати</b> Список опубликованных работ List of published scientific works .....	57

**ТОШКЕНТ ДАВЛАТ ИҚТИСОДИЁТ УНИВЕРСИТЕТИ ВА  
ЎЗБЕКИСТОН РЕСПУБЛИКАСИ БАНК-МОЛИЯ АКАДЕМИЯСИ  
ҲУЗУРИДАГИ ИЛМИЙ ДАРАЖАЛАР БЕРУВЧИ  
DSc27.06.2017.1.16.03 РАҚАМЛИ ИЛМИЙ КЕНГАШ**

---

**ЎЗБЕКИСТОН РЕСПУБЛИКАСИ БАНК-МОЛИЯ АКАДЕМИЯСИ**

**БАҚОЕВА ГУЛБАҲОР МАТЁҚУБОВНА**

**ЎЗБЕКИСТОН ҚИММАТЛИ ҚОҒОЗЛАР БОЗОРИНИ  
РИВОЖЛАНТИРИШДА ДЕРИВАТИВЛАРНИ ҚЎЛЛАШ  
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 B2018.1.PhD/Iqt473 рақами билан рўйхатга олинган.**

Докторлик диссертацияси Ўзбекистон Республикаси Банк-молия академиясида бажарилган.

Диссертация автореферати уч тилда (ўзбек, рус, инглиз (резюме)) Илмий кенгаш веб-саҳифаси ([www.tdiu.uz](http://www.tdiu.uz)) ва «ZiyoNet» ахборот таълим портали ([www.ziyounet.uz](http://www.ziyounet.uz)) манзилларига жойлаштирилган.

<b>Илмий раҳбар:</b>	<b>Бекмуродов Адҳам Шарипович</b> иқтисодиёт фанлари доктори, профессор
<b>Расмий оппонентлар:</b>	<b>Абдуллаева Шарбат Зулпикаровна</b> иқтисодиёт фанлари доктори, профессор <b>Худайкулов Хуршид Хуррамович</b> иқтисодиёт фанлари бўйича фалсафа доктори (PhD)
<b>Ётақчи ташкилот:</b>	<b>Ўзбекистон Республикаси Президенти ҳузуридаги</b> <b>Давлат бошқаруви академияси</b>

Диссертация ҳимояси Тошкент давлат иқтисодиёт университети ва Ўзбекистон Республикаси Банк-молия академияси ҳузуридаги илмий даражалар берувчи DSc27.06.2017.I.16.03 рақамли Илмий кенгашнинг 2019 йил «\_\_\_» \_\_\_\_\_ кунини соат \_\_\_\_ даги мажлисида бўлиб ўтади. (Манзил: 100003, Тошкент шаҳри, Ислоҳ Каримов кўчаси, 49 -уй. Тел.: (+998 71) 239-28-72; факс: (+998 71) 239-43-51, e-mail: [tsue@tsue.uz](mailto:tsue@tsue.uz)).

Диссертация билан Тошкент давлат иқтисодиёт университетининг Ахборот–ресурс марказида танишиш мумкин (\_\_\_ рақами билан рўйхатга олинган). (Манзил: 100003, Тошкент шаҳри, Ислоҳ Каримов кўчаси, 49 -уй. Тел.: (+998 71) 239-28-72; факс: (+998 71) 239-43-51, e-mail: [tsue@tsue.uz](mailto:tsue@tsue.uz)).

Диссертация автореферати 2019 йил «\_\_\_» \_\_\_\_\_ кунини тарқатилди.

(2019 йил «\_\_\_» \_\_\_\_\_ даги \_\_\_ рақамли реестр баённомаси).

**Н.М.Маҳмудов**

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

**У.В.Гафуров**

Илмий даражалар берувчи Илмий кенгаш 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.** Иқтисодиётнинг глобаллашуви ва халқаро молиявий бозорларнинг либераллашуви натижасида рўй берган халқаро инвестициялар ҳажмининг кескин ошиши сўнгги йигирма йилликнинг ўзига хос жиҳатларидан бири ҳисобланади. Бугунги кунга келиб, жаҳон миқёсида давлатлар ЯИМида қимматли қоғозлар билан олиб борилаётган амалиётлар салмоғи ошиб бормоқда. Бунинг асосий сабаби фонд бозорларида янги молиявий инструментларнинг, хусусан, деривативларнинг кенг қўлланилиши билан боғлиқ. Масалан, «2017 йил 1 январь ҳолатига кўра АҚШ ЯИМининг 37%, Японияда 35% ва Хитойда 19% қимматли қоғозлар бозорига тўғри келади»<sup>1</sup>. Дунё капиталлашувининг асосий 67% улуши асосан уч давлат: АҚШ, Япония ва Буюк Британияга тўғри келади. Энг йирик «еттилик» мамлакатларининг улуши дунё капиталлашувининг 75%ини ташкил қилади. «XXI асрнинг иккинчи ўн йиллигида жаҳон жаҳон капитализациясининг ялпи ҳажмининг асосий қисми ривожланган давлатлар ва Жануби-шарқий Осиё мамлакатларига тўғри келмоқда. Бу эса жаҳон иқтисодиётида ялпи капитал оқими 2017 йилда 17,7 млрд. АҚШ долл.ни ташкил этиб, ўтган асрнинг охириги ўн йиллигига нисбатан етти баробарга ошганини кўрсатмоқда»<sup>2</sup>. Шунингдек, айнан шу давр мобайнида соф капитал ҳаракати кўрсаткичи икки баробардан кўп қийматга ошиши халқаро капитал бозорининг ўсиши, сармоядорлар сонининг кескин ошиши ва электрон савдонинг ривожланиши билан боғлиқ.

Жаҳонда қимматли қоғозлар бозорида олиб борилаётган амалиётлар билан боғлиқ рискларни хеджерлаш, портфелни шакллантириш, криптовалютани тартибга солишда рақамли ва криптографик усуллардан фойдаланиш муаммолари иқтисодчи-олимлар томонидан ўрганилмоқда. Молиявий интеграциянинг чуқурлашуви шароитида фонд биржаларига маблағларни жалб қилишни диверсификациялаш зарурати, сармоядорлар ўртасида активлар бўйича рискларни тақсимлаш имконияти, биткоин ва деривативлардан фонд ва валюта бозорларида фойдаланиш усуллари тадқиқ қилинмоқда. Қимматли қоғозлар бозорида спекулятив ҳолатларни чеклаш мақсадида деривативлар билан боғлиқ амалиётларни олиб бориш ҳамда молиявий инструментларнинг янги пайдо бўлаётган турларининг фонд бозорларига мослаштириш механизмларини ишлаб чиқиш бўйича тадқиқотлар олиб борилмоқда.

«Ўзбекистон иқтисодиётини модернизация қилиш шароитида иккиламчи бозорнинг ривожланиши молиявий деривативларнинг қўлланилиши ва ташкилотларнинг капитализация даражасини оширишга хизмат қилиши мумкин»<sup>3</sup>. Ўзбекистонда иқтисодиётнинг ички молиялаштириш манбалари билан етарли даражада таъминланиши, хорижий сармояларни жалб қилиш суръатларини ошириш кўп жиҳатдан мамлакатда

<sup>1</sup> Жаҳон фонд бозорлари федерациясининг йиллик бюллетени (WFE FY 2016 Market Highlights) маълумотлари.

<sup>2</sup> Global Stock markets Factbook 2017 маълумотлари асосида муаллиф томонидан ҳисобланди.

<sup>3</sup> Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2017 йил 7 февралдаги «Ўзбекистон Республикасини янада ривожлантириш бўйича Ҳаракатлар стратегияси тўғрисида»ги ПФ-4947-сонли фармони.

фонд бозорини халқаро ва миллий миқёсда ривожлантириш ҳамда деривативлардан фойдаланишни йўлга қўйишни тақозо этади. Аксарият акциядорлик корхоналардаги давлат улушининг 85% ини ташкил этиши хорижий ва маҳаллий сармоядорларни фонд бозорига киришига тўсқинлик қилувчи асосий омиллардан биридир. Мамлакатнинг фонд бозори жозибадорлигини белгилаб берувчи молиявий инструментлар, хусусан, деривативларнинг биржа фаолиятида қўлланилмаслиги шу соҳада мутахассисларнинг етишмаслиги ва аҳолининг саводхонлик даражасининг пастлиги билан асосланади. Шу билан бирга деривативлар билан боғлиқ бўлган рискларни бошқарувчи хедж фондларнинг мавжуд эмаслиги инвесторларнинг киритаётган сармоясини қайтариб олишга бўлган ишончни ҳам йўқотади.

Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2017 йил 7 февралдаги «Ўзбекистон Республикасини янада ривожлантириш бўйича Ҳаракатлар стратегияси тўғрисида»ги ПФ-4947-сон, 2017 йилнинг 17 январдаги «Тадбиркорлик мақсадларида фойдаланиш учун давлат мулки объектларини сотишни жадаллаштириш ва унинг тартиб-таомилларини янада соддалаштириш чора-тадбирлари тўғрисида»ги ПФ-4933-сон фармонлари, Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2012 йил 22 майдаги «Ўзбекистон Республикаси Президентининг «Фонд бозорини янада ривожлантириш чора-тадбирлари тўғрисида»ги ПҚ-1727-сон Қарори ҳамда мазкур фаолиятга тегишли бошқа меъёрий-ҳуқуқий ҳужжатларда белгиланган вазифаларни амалга оширишда ушбу диссертация тадқиқоти натижалари муайян даражада хизмат қилади.

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

**Муаммонинг ўрганилганлик даражаси.** Деривативлар бозорининг жаҳон хўжалиги тизимига таъсирининг кучайиши ҳамда унинг иқтисодий инфратузилмасидаги ўзига хос ўрни унинг самарадорлиги муаммоларига бўлган қизиқишнинг ортишига туртки бўлди. Ушбу муаммолар кўплаб хорижий ҳамда маҳаллий олимларнинг диққат марказида туради.

Иқтисодиётда деривативларни қўллашда вужудга келувчи молиявий муносабатларнинг асосини кредит ва молиянинг илмий ва назарий қарашларини ташкил этади. Ш.Натенберг, У.Шарп, Р.Т.Дейглер, Ж.С.Кокс, М.Рубенштейн, Р.У.Колб, Ж.Ледерман, К.Ф.Люфт, А.Лифлянд<sup>4</sup> каби олимлар

---

<sup>4</sup> Natenberg Sh. Option Volatility and Pricing. Second Edition. – CA. Probus Publishing Company, 1994. – 508 p.; Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж. Инвестиции / Пер. с англ. – Москва. Инфра-М, 2001. – 1028 с.; Dailger Robert . Financial Futures and Options Markets: Concepts and Strategies. – Texas. Harpercollins College, 1994. – 514 p.; Cox John C. and Mark Rubenstein. Option Markets.- Prentice Hall Inc., 1985. – 1030 p.; Kolb Robert W. Financial Derivatives. Second Edition. – CA. Blackwell Publishers Ltd., 1998. – 600 p.; Lederman Jess R. Exotic Options: Instruments. Analysis and Applications. – New York. Mc. Graw-Hill, 1998. – 1150 p.; Luft Carl F. Understanding and Trading Futures: A Hands-On Study Guide For Investors and Traders. – Washington. Probus Publishing House, 2000. – 1010 p., Л.И.Лифлянд. A Century Of Stocks And Bonds. The Securities Of Imperial Russia. Век акций, рент и облигаций./Лифлянд,Петров.-М.:IP Media, 2014.- 400с. Л.И. Лифлянд. A Century of

молиявий инструментларнинг вужудга келиши билан боғлиқ бўлган назарий муаммоларнинг ечимини ишлаб чиқишга ўзларининг ҳиссаларини қўшганлар.

К.Стрикленд, Л.Галиц, Т.Лофтон, Д.Маршалл, В.К.Бансал, Ж.Мэрфи, М.С.Томсетт, Ж.К.Халл, Д.Р.Сигел, Г.В.Анесянц<sup>5</sup> каби хорижий олимлар эса ўз изланишларида молиявий бозорнинг таянч тушунчаларига, молиявий инструментларнинг ноанъанавийликка асосланган алоҳида турларига, ушбу инструментларнинг қўлланишига ва нарх шаклланишини моделлаштиришга ҳамда савдо стратегиясини ташкил қилишга катта аҳамият беришган. Молиявий бошқарув ҳамда сармоялар бошқарувининг умумий муаммолари И.Балабушкин, А.Буренин, А.Фельдман, С.Вайн, М.Чекулаев, Т.Бердникова<sup>6</sup> каби олимларнинг илмий изланишларида акс этган.

Ж.Бердж, И.Брайс, Е.Бэнкс, Ж.Финнерти, Х.Лакхбир<sup>7</sup> молиявий инструментлар самарадорлигининг янги моделларини ишлаб чиқиш механизмини ўрганиш билан шуғулланганлар. Турли фонд биржаларининг фаолиятининг ўзига хос жиҳатларини ўрганишга оид илмий изланишларни О.И.Дегтярева, О.Кандинская, Т.Ю.Сафонова и Б.Б.Рубцов<sup>8</sup> олиб борган.

Аммо молиявий инструментлар, шу жумладан, деривативлар самарадорлигини баҳолаш моделини қўллашга доир ёндашувлар ишлаб чиқиш масаласи янги молиявий маҳсулотлар яратиш соҳасидаги жаҳондаги ўзгаришларни ҳамда миллий молиявий бозорнинг шаклланиш тамойилларини инобатга олишни талаб этади. Молиявий инструментлар самарадорлигини баҳолашнинг янги усулларини ишлаб чиқиш масаласи, одатда, умумий таҳлилнинг алоҳида объекти сифатида кўриб чиқилмайди, балки молиявий инструментлар бозоридаги мавжуд ўзгаришларнинг умумий кўринишида қаралади.

Ўзбекистонда ҳам миллий фонд бозорининг шаклланиши ва ривожланиши муаммоларини ёритишга қаратилган илмий изланишлар олиб

---

Stocks and Bonds: The Secrets of Imperial Russia. Век акций, рент и облигаций/ Л.И. Лифлянд, Ю.А. Петров. - Москва:РГГУ, 2017. - 496 с.

<sup>5</sup> Chris Strickland. Implementing Derivatives Models. – Washington. John Wiley & Sons Ltd., 2000. – 440 p.; Галиц Л. Финансовая инженерия: инструменты и способы управления финансовым риском / Пер. с англ. – Москва. Альпина, 1998. – 544 с.; Лофтон Т. Основы торговли фьючерсами / Пер. с англ. – Москва. ИК Аналитика, 2001. – 390 с.; Маршалл Дж., Бансал В. Финансовая инженерия: Полное руководство по финансовым нововведениям / Пер. с англ. – Москва. Инфра - М, 2008. – 340 с.; Мэрфи Дж. Технический анализ фьючерсных рынков: теория и практика. – Москва. Диаграмма., 2008. 226 с.; Томсетт.М. Торговля опционами: спекулятивные стратегии, хеджирование, управление рисками / Пер.с англ. – Москва. Альпина, 2004. – 685 с.; Hull John C. Futures, Options and other Derivatives: Fourth Edition. – Washington. Prentice-Hall Inc., 2000. – 1024 p.; Siegel Daniel R. The Futures Markets: The Professional Traders' Guide to Portfolio Strategies, Risk Management and Arbitrage.- Probus Publishing House.1994. – 288 p. Анесянц, Г.В. Основы функционирования рынка ценных бумаг / Г.В. Анесянц. - М.: ЭБТ-Контур, 2017. - 368 с.

<sup>6</sup> Балабушкин А. Опционы и фьючерсы. – Москва. Инфра – М, 2006. – 340 с.; Буренин А. Рынки производных финансовых инструментов. – Москва. Инфра-М. 2000. – 160 с.; Фельдман А. Основы рынка ценных бумаг. – Москва. Инфра-М, 2004. – 420 с.; Фельдман А.А. Вексельное обращение. Российская и международная практика. - Москва. Инфра-М, 1995. -352 с.; Вайн С. Опционы. Для профессионалов. – Москва. Альпина Паблишер, 2007. – 498 с.; Чекулаев М. Риск-менеджмент: управление финансовыми рисками на основе анализа волатильности. –Москва. Альпина Паблишер, 2003. – 345 с., Бердникова, Т.Б. Рынок ценных бумаг: прошлое, настоящее, будущее: Монография / Т.Б. Бердникова. - М.: ИНФРА-М, 2013. - 397 с.

<sup>7</sup>Berge John, Beinks E. Advanced Options Trading: The Analysis and Evaluation of Trading Strategies. Hedging Tactics And Pricing Models. – New York. Irwin Professional Publishing, 1998. – 320 p.; Finerty Johnson. Financial Derivatives: Second Edition. – Menn. Blackwell Publishers Ltd., 2009. – 770 p., Хейр Лакхбир. Рынки ценных бумаг, обеспеченных ипотекой и активами. - М.: Альпина Бизнес Букс (Юнайтед Пресс), 2017. -230 с.

<sup>8</sup>Дегтярева О.И. Биржевое дело. – Москва. Юнити – Дана, 2001. – 400 с.; Сафонова Т.Ю. Биржевая торговля производными финансовыми инструментами. – Москва. Дело, 2000. – 240 с.; Рубцов Б.Б. Современные фондовые рынки. – Москва. Альпина Бизнес Букс, 2008. – 448 с.

борилади. Улар Ш.Шохаъзамий, К.Толипов, Л.Бутиков, Д.Анкудинов, И.Ахмедходжаев, А.Абдуқодиров, М.Алиев, В.Котов, С.Мўминов, Ю.Назаров, М.Хамидуллин, Л.Султонов<sup>9</sup> каби иқтисодчи олимларнинг тадқиқот ишларидан жой олган. Фонд бозорини инвестиция жалб қилишнинг асосий йўналиши сифатида А.Ваҳобов, Ф.Додиев, Н.Жумаев, Н.Каримов, А.Ли, Ф.Мирзаев, Н.Хайдаров, Д.Ғозибеков, Ф.Хамидова, Т.Ядгаров, Н.Хусанов ва бошқа иқтисодчи олим ҳамда мутахассислар ўрганган бўлиб, ушбу масаланинг илмий ва амалий жиҳатларини ўз илмий ишларида ёритишган<sup>10</sup>.

Шу билан бирга ушбу олимларнинг ишларида асосий урғу қимматли қоғозлар бозоридаги анъанавий инструментларни, яъни акция ва облигацияларнинг қўлланилишига қаратилган. Лекин ноанъанавий инструментлар, яъни деривативлар амалий жиҳатдан ўрганилмаган. Муаммонинг долзарблиги, унинг илмий томондан етарлича таҳлил қилинмаганлиги ҳамда муҳим амалий аҳамияти диссертация ишининг мавзуси, мақсади ва вазифаларини аниқлаб берди.

**Диссертация тадқиқотининг диссертация бажарилган олий таълим муассасасининг илмий-тадқиқот ишлари режаси билан боғлиқлиги.** Диссертация ишининг мавзуси Жаҳон иқтисодиёти ва дипломатия университети илмий-тадқиқот ишлари режаси доирасида «Ўзбекистон

---

<sup>9</sup> Шохаъзамий Ш. Концептуальный подход к системному исследованию и развитию рынков финансов и ценных бумаг // Общественные науки в Узбекистане. 2005, №1-2. –14-19 с.; Шохаъзамий Ш.Ш. Финансовый рынок и ценные бумаги. Книга II. –Ташкент. - Iqtisod-moliya, 2005.- 829 с.; Толипов К. Наша система опирается на внутренние источники финансирования // Экономическое обозрение. –Ташкент, 2008. -№9. –23-27 с.; Шохаъзамий Ш. Рынки финансовые и ценных бумаг. –Ташкент, 2003. –346 с.; Анкудинов Д. Интерес инвесторов будет расти // Экономическое обозрение. 2008, №9. –23-27 с.; Бутиков И.Л. Банки в регулировании деятельности фондового рынка Республики Узбекистан // Деньги и кредит. –Ташкент, 2009. -№2. –6-9 с.; Бутиков И.Л. Рынок ценных бумаг Узбекистана: проблемы формирования и развития. - Ташкент. Консаудитинформ, 2008. - 224 с.; Ахмедходжаев И. Элемент везения тоже есть // Экономическое обозрение. 2008, №9. – 31 с.; И.Бутиков. Рынок ценных бумаг Узбекистана: проблемы формирования и развития. Ташкент: Konsauditinform-NASHR, 2008.-224 с., Абдукадыров А. Опыт работы коммерческих банков на рынке государственных краткосрочных облигаций // Рынок ценных бумаг.-2001.-№8.-4-6 с.; Котов В., Хамидуллин М. Рынок капитала Узбекистана: вчера, сегодня и завтра. – Молия, 2002. –256 с.; Муминов С. Интеграция Узбекистана в международный фондовый рынок: экономико–правовые аспекты. Дис. ... канд.экон. наук. – Ташкент. УМЭД, 2004. – 162 с.; Назаров Ю. Правовые аспекты обращения ценных бумаг в гражданском обороте. – Ташкент. Хужалик ва ҳуқуқ, 2004. – 400 с.; Султанова Л. Западные теории о функционировании рынка ценных бумаг // Рынок, деньги и кредит. – Ташкент, 1997. - №4. – 29-33.

<sup>10</sup> Вахабов А.В., Хажибакиев Ш.Х., Муминов Н.Г. Хорижий инвестициялар. – Т.: Молия, 2010. – 329 б.; Бутиков И.Л. Рынок ценных бумаг Узбекистана: проблемы формирования и развития. – Ташкент: Консаудитинформ, 2008.; Хамидуллин М.Б. Развитие финансового механизма корпоративного управления. –Т.: Молия, 2008. – 204 с.; Котов В.А. Организация рынка ценных бумаг. – Т.: Молия, 2007. – 23 с.; Ғозибеков Д.Ғ. Инвестицияларни молиялаштириш муаммолари. И.ф.д. илмий даражасини олиш учун ёзилган дисс. автореф. – Тошкент, 2002. – 41 б.; Мирзаев Ф.И. Молия бозори операциялари рискларини баҳолаш усуллари (қимматли қоғозлар мисолида): Дисс. автореферати. и.ф.н. – Тошкент, 2002. – 22 с.; Хайдаров Н.Х. Иқтисодиётни эркинлаштириш шароитида корхоналар инвестицион фаолиятидаги молия-солик муносабатларини такомиллаштириш масалалари: дисс. автореферати. и.ф.д. – Тошкент, 2003. – 29 б.; Жумаев Н.Х. Ўзбекистонда валюта муносабатларини тартибга солиш методологиясини такомиллаштириш: дисс. автореферати. и.ф.д. – Тошкент, 2008. – 37 б.; Каримов Н. Иқтисодий интеграциялашув шароитида инвестиция фаолиятини молиялаштиришнинг бозор механизмларини жорий этиш масалалари. – Т.: Фан ва технология, 2007.; Ли А.А. Международный опыт развития муниципальных ценных бумаг и его применение в условиях Узбекистана: автореферат дисс... к.э.н. – Ташкент, 2002. – 20 с.; Додиев Ф.У. Инвестицион фаолиятни молиявий рағбатлантириш: Дисс. автореферати. и.ф.н. – Тошкент, 1998. – 21 б.;Ақромов Х.М. Ўзбекистон Республикаси қимматли қоғозлар бозорининг ривожланишига макроиқтисодий сиёсатнинг таъсири: Дисс. автореферати. и.ф.н. – Тошкент, 2010. – 22 б.; Ядгаров Т.Д. Депозитарная система рынка корпоративных ценных бумаг и ее интеграция в международный рынок капитала: автореферат дисс.к.э.н. – Ташкент, 2008. – 20 с.; Хусанов Н.Ж. Развитие фондового рынка Республики Узбекистан на современном этапе // Материалы международной научно-практической конференции «Пятнадцатые международные Плехановские чтения». – М.: 2002. – С.116-118.

Республикасида молиявий бозорнинг жозибадорлигини ошириш усуллари» мавзусидаги илмий-тадқиқот ишларига мувофиқ бажарилган.

**Тадқиқотнинг мақсади** Ўзбекистон шароитида қимматли қоғозлар бозорида молиявий инструментлардан, жумладан, деривативлардан фойдаланиш имкониятлари билан боғлиқ бўлган илмий-амалий таклифлар ишлаб чиқишдан иборат.

**Тадқиқотнинг вазифалари:**

капитал оқими шаклланишида деривативларнинг ўрнини ўрганиш;

Нью-Йорк, Лондон ва Токио фонд биржалари мисолида деривативлар самарали қўлланилишининг ўзига хос хусусиятларини ўрганиш;

хорижий фонд бозорларининг самарадорлигини баҳоловчи кўрсаткичлар асосида эконометрик таҳлил олиб бориш ва башорат модели тузиш;

Ўзбекистон шароитида қимматли қоғозлар бозорида молиявий инструментларнинг қўлланилишининг ўзига хос жиҳатларини ўрганиш;

Ўзбекистон қимматли қоғозлар бозорида қўлланилиши мумкин бўлган деривативларни ҳамда уларни амалиётга жорий этиш истикболларини тадқиқ этиш;

Ўзбекистон шароитида қимматли қоғозлар бозорининг ривожланиш истикболларини аниқлаш.

**Тадқиқотнинг объекти** сифатида Ўзбекистон Республикаси ва халқаро фонд бозорида мавжуд молиявий инструментлар, шу жумладан, деривативлар бозори танланган.

**Тадқиқотнинг предмети** сифатида қимматли қоғозлар бозорида деривативларнинг қўллашдаги халқаро тажриба ҳамда уларнинг самарадорлигини баҳолашнинг асосий усуллари аниқлаш жараёнида вужудга келадиган халқаро молиявий ва иқтисодий муносабатлар қаралади.

**Тадқиқотнинг усуллари.** Диссертация ишида кузатув, тизимли таҳлил, қиёсий таққослаш, корреляцион ва регрессион таҳлил, статистик ва иқтисодий-математик усуллардан фойдаланилган.

**Тадқиқотнинг илмий янгилиги** қуйидагилардан иборат:

Ўзбекистон фонд бозорида амалга ошириладиган операцияларнинг кўламини кенгайтириш ва халқаро талаблар даражасида фаолият кўрсатишга хизмат қиладиган деривативларни жорий этиш шарт-шароитлари аниқланиб, уларнинг капитал бозоридаги самарадорлиги асослаб берилган;

опцион шартномаларини биржа инструменти сифатида брокерлик идоралари иштирокида амалиётга қўллаш афзалликлари ва фонд бозоридаги ликвидлилик даражасини тартибга солиш учун биржа ҳамда биржадан ташқари амалиётларни «Road show»лар орқали кенгайтириш таклифи асосланган;

рисклилик даражаси паст бўлган америка опциони, фьючерс шартномалари каби дериватив шаклларида фойдаланишнинг афзалликлари асослаб берилган ва Ўзбекистон фонд бозори фаолиятида уларни қўллаш имкониятлари юзасидан таклифлар ишлаб чиқилган;

Ўзбекистон фонд бозорида молиявий сармоянинг самарадорлигини акция ва облигацияларнинг ликвидлилик даражасига боғлиқ ҳолда корхоналарнинг портфелини шакллантириш ҳамда IPO ва SPO амалиётларини фонд биржаси листингида бўлмаган корхоналар учун амалиётга киритиш, биржадан ташқари акция савдосини йўлга қўйиш орқали акциядорлик жамиятларининг тижорат фаолиятларини кенгайтириш таклифи асосланган.

**Тадқиқотнинг амалий натижалари** қуйидагилардан иборат:

капитал оқими шаклланишида ҳамда сармоявий бозорнинг ривожланишида деривативларнинг ўрни ва моҳияти илмий жиҳатдан асослаб берилган;

қимматли қоғозлар бозорида фойдаланиладиган молиявий инструментлар шакллари ва самараси ўрганилган, ҳамда Ўзбекистон фонд бозорининг жорий ҳолати ва мавжуд муаммоларни бартараф этиш бўйича таклифлар ишлаб чиқилган;

«Тошкент» Республика фонд биржасининг миллий корхона ва ташкилотларнинг биржа савдосида иштирокини кенгайтириш бўйича имкониятлари таҳлил қилиниб, шу йўналиш бўйича амалий таклифлар берилган;

«Тошкент» Республика фонд биржаси ташаббуси билан ўтказилаётган IPO амалиётини янада такомиллаштириш ва мавжуд камчиликларни олдини олиш механизми таклиф этилган;

Ўзбекистон шароитида қимматли қоғозлар бозорида деривативларнинг энг мослашувчан шакли бўлган опционларнинг амалиётга татбиқ этилиши иқтисодий ва молиявий жиҳатдан инвесторлар учун жозибador инструментга айланиши гипотетик жиҳатдан асослаб берилган;

Ўзбекистон шароитида молиявий инструментларни самарали ишлатишда халқаро тажрибани қўллаш истиқболли йўналишлари ва усуллари таҳлил қилинган ва тизимлаштирилган.

**Тадқиқот натижаларининг ишончлилиги** Тадқиқот натижаларининг ишончлилиги таниқли иқтисодчи олимларнинг қимматли қоғозлар бозорини ривожлантириш усуллари хусусидаги илмий-назарий қарашларини қиёсий ва танқидий таҳлил қилиш, илғор хориж тажрибаларни ўрганиш ва умумлаштириш, ҳамда статистик ва амалий маълумотлар таҳлили, Ўзбекистон Республикаси «Тошкент» фонд биржаси, Давлат статистика қўмитаси, Жаҳон банкнинг расмий маълумотлари таҳлилига асосланганлиги билан белгиланади.

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

Тадқиқот ишининг амалий аҳамияти молиявий инструментлар бозорининг умумий ривожланиши ва самарадорлигининг ошишини

таъминлаш, нафақат маҳаллий, балки хорижий мутахассисларнинг бу соҳага бўлган қизиқишларини ортиши орқали ифодаланади.

**Тадқиқот натижаларининг жорий қилиниши.** Ўзбекистоннинг қимматли қоғозлар бозорини ривожлантириш ва унда молиявий деривативларни қўллаш истикболларини баҳолаш бўйича ишлаб чиқилган илмий натижалар асосида:

Ўзбекистон шароитида молиявий инструментларнинг ноанъанавий турларини, яъни деривативларни акция ва облигацияларнинг рисклилиқ ва ликвидлилиқ даражасини тартибга солишда қўллаш имкониятлари бўйича берилган илмий таклифлар «Тошкент» Республика фонд биржаси қимматли қоғозлар савдо ҳажмини баҳолаш жараёнида амалий фойдаланилди. («Тошкент» Республика Фонд Биржасининг 2018 йил 9 октябрдаги 01/15-09-1550-сон маълумотномаси). Ушбу таклифларнинг жорий этилиши асосида Ўзбекистон Республикаси қимматли қоғозлар бозоридаги молиявий муҳитни яхшилашда ва халқаро фонд бозорлари билан интеграциялашувига ижобий таъсир кўрсатган;

Ўзбекистон фонд бозорининг ҳозирги кундаги ҳолатини инобатга олган ҳолда молиявий инструментларни самарали ишлатишда халқаро тажриба асосида фонд бозори фаолиятининг яхшиланиши бўйича таклифлар Ўзбекистон Республикаси Инвестициялар ва ташқи савдо вазирлиги томонидан жорий этилган (Ўзбекистон Республикаси Инвестициялар бўйича давлат қўмитасининг 2018 йил 25 июлдаги ШБ-05/05-1-7523-сон маълумотномаси). Ушбу таклифларнинг жорий этилиши асосида Ўзбекистон Республикасининг инвестицион муҳитини яхшилашда ва қимматли қоғозлар бозорига қаратилган инвестиция лойиҳаларини молиялаштиришда самарали усулларни белгилашда амалий ёрдам берди;

Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2019 йил 14 январдаги «Давлат активларини бошқариш, монополияга қарши курашишни тартибга солиш тизимини ва капитал бозорини тубдан такомиллаштириш чоратадбирлари тўғрисида»ги ПФ-5630-сон Фармонидан келиб чиққан ҳолда ишлаб чиқилган қимматли қоғозлар бозорини ривожлантиришда молиявий сармоя самарадорлигини аниқлаш услуги корхоналарнинг акциялари фойдалилигини аниқлашда қўлланилган («Тошкент» Республика Фонд биржаси ҳузуридаги «Portfolio Investments» Брокерлик идорасининг 2019 йил 07 мартдаги 36-сон маълумотномаси). Фонд бозорларидаги молиявий инструментлар самарадорлигини қиёсий баҳолаш бўйича таҳлилий маълумотлар ва ишлаб чиқилган таклифлар асосида қимматли қоғозлар бозорининг самарадорлигини белгилаб берувчи ликвидлилиқ кўрсаткичидан амалий фойдаланиш имконини берган;

Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2018 йил 19 апрелдаги «Илғор технологиялар марказини ташкил этиш» тўғрисида Қароридан келиб чиққан ҳолда ишлаб чиқилган модель Марказ томонидан молия ва иқтисодий йўналишлардаги янги инновацион тадқиқотларни татбиқ этиш бўйича дастурни шакллантиришда фойдаланилган (Ўзбекистон Республикаси Инновацион ривожланиш вазирлиги қошидаги Илғор технологиялар

марказининг 2018 йил 25 июлдаги 8/47-сон маълумотномаси). Регрессион таҳлил асосида ишлаб чиқилган модель ва диссертациянинг асосий натижаларининг тадбиқ этилиши ёш тадқиқотчи ва олимларнинг илмий фаолиятини Марказ томонидан қўллаб-қувватланишида ижобий натижа берган.

**Тадқиқот натижаларининг апробацияси.** Мазкур тадқиқот натижалари 7 та халқаро ва 38 та республика илмий-амалий анжуманларида муҳокамадан ўтган.

**Тадқиқот натижаларининг эълон қилиниши.** Диссертация мавзуси бўйича жами 69 та илмий иш чоп этилган, жумладан, 1 та монография, 2 та ўқув қўлланма, Ўзбекистон Республикаси Олий аттестация комиссиясининг докторлик диссертациялари асосий илмий натижаларини чоп этиш тавсия этилган илмий нашрларда 10 та, хорижий журналларда 4 та илмий мақола нашр этилган.

**Диссертациянинг ҳажми ва тузилиши.** Диссертация таркиби кириш, учта боб, хулоса, фойдаланилган адабиётлар рўйхати ва иловалардан иборат. Диссертациянинг ҳажми 148 бетни ташкил этади.

## ДИССЕРТАЦИЯНИНГ АСОСИЙ МАЗМУНИ

**Кириш** қисмида мавзунинг долзарблиги, мақсади ва вазифалари асослаб берилган, муаммонинг ўрганилганлик даражаси, объектлари, тадқиқот предмети, усуллари, ишнинг илмий ва амалий аҳамияти, олинган натижаларнинг илмий жиҳатдан янгилиги ва тадбиқ қилиниш ҳолати, таҳлил натижаларини чоп этилиш даражаси кўрсатилган.

Диссертация ишининг биринчи боби «**Қимматли қоғозлар бозорида молиявий деривативлардан фойдаланишнинг назарий-услубий жиҳатлари**» деб номланган бўлиб, унда молиявий деривативлар ва уларнинг халқаро капитал оқимини ташкил этишдаги ўрни таҳлил қилинган, молиявий глобаллашув шароитида молиявий деривативларнинг жаҳон сармоя бозорини ривожлантиришдаги аҳамияти илмий асосланган, ҳамда халқаро инвестиция бозоридаги деривативларни қўллаш усуллари, қимматли қоғозлар бозорида деривативлардан фойдаланишнинг назарий-услубий жиҳатлари ўрганилган.

Молиявий бозорлар, одатда, иқтисодий муносабатлар иштирокчилари ўртасида пул воситаларининг тақсимланиш масаласини ҳал қилади, бунда молиявий бозор бир вақтнинг ўзида капитални инвестиция қилиш воситаси ҳамда молиялаштириш манбаи ҳисобланади.

Илмий адабиётларда «молия бозори» тушунчаси, ҳам қимматли қоғозлар бозорини, ҳам банк кредитлари бозорини, шу билан бирга молиявий воситаларни давлат фондлари орқали қайта тақсимланишини ўз ичига олади. Хусусан, Б.И.Алехин<sup>11</sup> ва М.Ю.Алексеев<sup>12</sup> каби иқтисодчилар молия бозорини банк ссудалари ва қимматли қоғозлар бозорининг мажмуи деб ҳисоблашади.

<sup>11</sup> Алехин Б.И. Фонд операцияларини ўрганиш. - Москва: Молия и статистика, 1991. –24 б..

<sup>12</sup> Алексеев М.Ю. Рынок ценных бумаг. – Москва: Молия и статистика, 1992. – 49 б.

Я.М.Миркин<sup>13</sup> эса бошқа фикрга асосланади, яъни у молия бозори тушунчасини пул бозори ва капитал бозори тизими билан бир хил деб ҳисоблайди. Бундан эса шу нарса келиб чиқадики, қимматли қоғозлар бозори нафақат пул бозорининг, балки капитал бозорининг ҳам сегменти ҳисобланади. Одатда, пул бозори қисқа муддатли операцияларни қамраб олади, аммо капитал бозори сифатида ўрта муддатли ва узоқ муддатли битимларни ўз ичига олади. Молия бозори кенг миқёсда қимматли қоғозлар бозорига асосланади ва ундаги турли хил деривативларнинг ўз функциясини бажаришини таъминлайди.

Замонавий ҳосилавий деривативлар бозорининг жадал равишда ўсиши ўзининг кенг кўламлилиги билан ажралиб туради. Масалан, 1993-йил мобайнида муддатли инструментларнинг биржа ва биржадан ташқаридаги бозорда умумий номинал ҳажми 47 % га ошди ва 12 трлн. АҚШ долларни ташкил этиб, АҚШ ЯИМ ҳажмидан 2 марта ошиб кетди. 1996-йилнинг охирига келиб эса биржа ва биржадан ташқаридаги бозорнинг умумий ҳажми шартли номинал қиймати бўйича 34 трлн. АҚШ долларига етди. Бугунги кунда (2017 йил охирига келиб) бу кўрсаткич уч ярим баробарга ошди.<sup>14</sup>

Ҳозирги кунда, ишлатиладиган инструментларнинг турлари ҳам кенгаймоқда, янги муддатли бозорлар пайдо бўлмоқда, ҳамда молия бозорларининг интернационаллашуви содир бўлмоқда, ва уларнинг бир-бирга таъсири ҳам кучаймоқда.

Таъкидлаш зарурки, сармоя, деривативлар ҳамда қимматли қоғозлар бозорининг ўзаро алоқадорлик моделини яратиш мумкин. Ҳар бир очик иқтисодиёт ишлаб чиқариш жараёнини яхшилаш ҳамда иқтисодиётни буткул ривожлантириш мақсадида мамлакатга чет эл капиталини жалб қилиш сиёсатини олиб боради. Сармояларни жалб қилиш, ўз навбатида, халқаро капитал оқимини олиб келади. Иқтисодиётга жалб қилинган капитал турли хил йўналишларга ишлатилади ва амалга оширилади. Энг асосий ва юқори даромадли йўналишлардан бири фонд бозори ҳисобланади ва айнан деривативлар асосий тараққиёт омили сифатида иштирок этади. Ҳозирги кунда айланмаларнинг аксарият қисмини иккиламчи бозор, яъни ҳосилавий деривативлар бозори эгалламоқда, чунки улар қисқа муддатли, ликвидли ва юқори даромадли ҳисобланади.

Фонд бозорининг ривожланиши, капиталнинг динамик ҳаракатини таъминлаган ҳолда, мамлакатга чет эл сармояларини жалб қилишнинг ўсишини юзага келтиради.

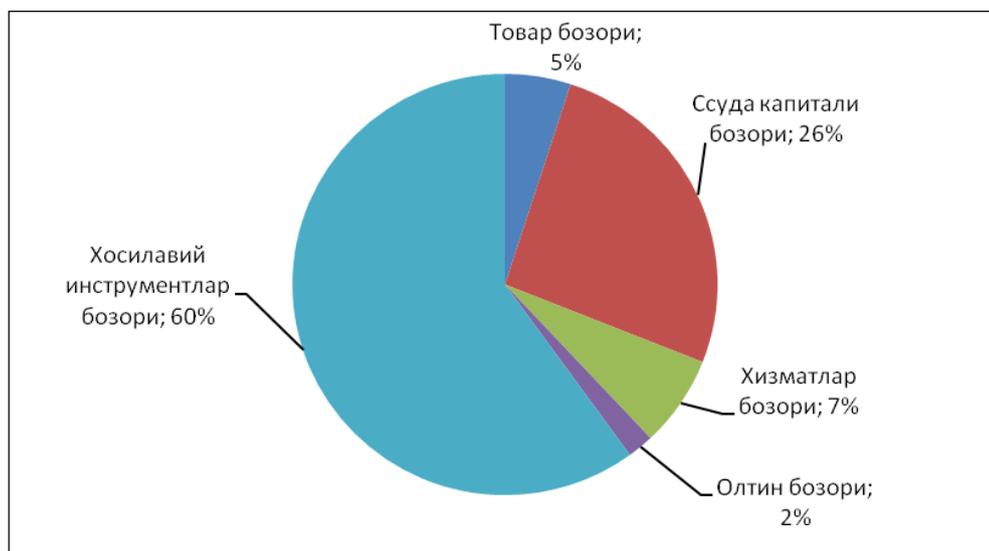
Ҳозирги вақтда жаҳон иқтисодиётининг ривожланиши глобаллашув жараёни билан бирга кечмоқда. Кўпгина ижобий жиҳатлар билан бир қаторда, бу ўзгариш трансмиллий корпорациялардан тортиб кичик бизнесгача бўлган барча хўжалик субъектларининг фаолиятига янги рискларни олиб келади. Капитал ҳаракати тезлиги ошиши ҳамда унинг ҳажмини кўпайиши барча мамлакатларнинг валюта курсларига жиддий таъсир кўрсатмоқда. Қарздорлик

<sup>13</sup> Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок. – Москва. Перспектива, 1995. – 38 б.

<sup>14</sup> International Capital Markets: Development, Prospects and Policy Issues ҳисоботларига асосланган. - Вашингтон, ХМФ, 1993-2018 йиллар учун таҳлил.

билан боғлиқ капиталлар ролининг кучайиши, жаҳон конъюнктурасини фоиз ставкаларининг тебранишига боғлиқлигини ўсишига олиб келади. Божхона қонунчилигининг бир хил тизимга келтирилиши ва унинг либераллашуви, глобаллашув ҳамда интеграллашув жараёнларининг кўпчилик мамлакатларнинг товар бозорларига бўлган таъсирини кучайтиради.

Дунё капиталлашувининг асосий 67% улуши асосан уч давлат: АҚШ, Япония ва Буюк Британияга тўғри келади. Энг йирик «еттилик» мамлакатларининг улуши дунё капиталлашувининг 75%ини ташкил қилади. Ҳозирги кунга келиб (01.01.2017 ҳолатига кўра), жаҳон капитализациясининг ялпи ҳажми ривожланган давлатлар ва Жануби-шарқий Осиё мамлакатлари орасида тақсимланган. Юқоридагиларнинг натижаси ўлароқ, жаҳон иқтисодиётида ялпи капитал оқими 2017 йилда 17,7 млрд. АҚШ долл., 2000 йилда 7,5 млрд. АҚШ долл., 2000 йилда - 7,5 млрд. АҚШ долл. ни ташкил қилиб, 1990 йилдаги ушбу кўрсаткичдан тўрт баробарга ошди. Шунингдек, айнан шу давр мобайнида соф капитал ҳаракати кўрсаткичи 500 млрд. АҚШ долл. дан 1,2 трлн. АҚШ долл.<sup>15</sup> га етди.



**1-расм. Жаҳон миқёсида капиталнинг тақсимланиши.<sup>16</sup>**

1-расмдан молиявий бозор инструментлари, аниқроғи ҳосилавий молиявий инструментларнинг ялпи дунё капиталида қанча улушга эга эканлигини кўришимиз мумкин. Агар деривативлар бўйича сармоявий харажатларнинг мавжуд қиймати уларнинг реал қийматидан юқори бўлса, у ҳолда молиявий сармоянинг самарадорлиги камаяди, яъни сармоядор кутилган сармоявий фойда қийматини олмайди. Аксинча, агар сармоявий харажатларнинг мавжуд қиймати уларнинг реал қийматидан кичик бўлса, молиявий сармоянинг самарадорлиги ошади.

Юқорида қайд этиб ўтилган у ёки бу сармоялаш деривативининг самарадорлигини баҳолаш, ундан келадиган сармоявий фойданинг

<sup>15</sup> Global Stock markets Factbook 2017 маълумотлари асосида.

<sup>16</sup> BIS QR, International Banking and financial market developments, January 2017 асосида муаллиф томонидан тузилган.

кутилаётган нормасини таъминловчи унинг реал қийматини баҳолашга олиб келади.

Облигациялар фолиятининг самарадорлигини баҳолаш моделлари қуйидаги асос кўрсаткичлар асосида қурилади<sup>17</sup>: облигация номинали; облигациялар бўйича тўланадиган фоиз қиймати; облигациялар бўйича ялпи сармоявий фойданинг кутилаётган нормаси; облигацияларни тўлагунга қадар бўлган даврлар сони. Акцияларнинг самарадорлигини баҳоловчи қуйидаги асос кўрсаткичлар бўйича қурилган<sup>18</sup>: аниқ даврда олиниши мўлжалланган дивидендлар қиймати йиғиндиси; акция реализацияси даври охиридаги акциянинг кутилаётган курс қиймати (акцияни олдин аниқланган давр мобайнида ишлатганда); акциялар бўйича ялпи сармоявий фойданинг кутилаётган нормаси (даромадлилик нормаси); акциядан фойдаланиш даврлари сони. Бугунги кунда миллий ва халқаро молиявий инструментлар бозорларини шакллантириш жараёни тўлиқ ниҳояси етгани йўқ: янги инструментлар пайдо бўлмоқда ва янги бозорлар шаклланмоқда. Шунинг учун таъкидлаш лозимки, бу жараён нафақат ривожланган, балки ривожланаётган мамлакатларда ҳам содир бўлмоқда.



**2-расм. Қимматли қоғозлар бозори элементлари.<sup>19</sup>**

Қимматли қоғозлар бозоридаги инструментлар икки хил шаклда таснифланади. Биринчи шаклда таснифланиши бўйича акция улушли, облигация қарз ва эгалик ҳуқуқи асосида эса ҳосилавий молиявий инструментлар қимматли қоғозлар бозорини ташкил этади (2-расм).

<sup>17</sup> Фабощи Ф.Д. Рынок облигаций: анализ стратегий / Инг. тил. тар. – Москва. Альпина Бизнес Букс, 2005. – 169 б.

<sup>18</sup> Уильям О' Нил. Как делать деньги на фондовом рынке: стратегия торговли на росте и падении / Инг. тил. тар. – 4-нашр. – Москва. Альпина Бизнес Букс, 2007. – 107 б.

<sup>19</sup> Муаллиф томонидан тузилган. Шоҳаъзамий Ш.Ш. Финансовый рынок и ценные бумаги. Книга II. – Ташкент. - Iqtisod-moliya, 2005, Никифорова В.Д. Рынок ценных бумаг. – Санкт-Петербург. СПбГУЭФ, 2010 асосида.



**3-расм. Қимматли қоғозлар бозорида инструментлар таснифи.<sup>20</sup>**

Хориж адабиётларида келтирилишича, акция ва облигациялар бозори анъанавий молиявий инструментлар туркумига киради ва қимматли қоғозлар бозорининг асосий қисмини деривативлар бозори ташкил этади (3-расм). Молиявий инструмент шундай шартномани ўз ичига оладики, бундай шартнома натижасида бир компанияда молиявий актив пайдо бўлса, бир пайтнинг ўзида бошқа бирида эса молиявий мажбурият ёки улушли инструмент юзага келади. Молиявий инструментлар ўз ичига бирламчи инструментлар (пул воситалари, етказиб берилган товарлар учун харидорларнинг дебиторлик қарзлари, кредиторлик қарзлари, бошқа ташкилотлардан харид қилинган акциялар, олинган ва берилган кредитлар, чиқарилган акция, вексел ва облигациялар) ва ҳосилавий инструментларни олади.

Деривативнинг самарадорлик баҳосини, унинг жорий бозор котировкасидаги нархи (ёки ялпи сармоявий фойданинг ҳисобланган кутилаётган нормаси, меъёри) билан солиштирилиши жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози пайтида у ёки бу молиявий инвестицияларни амалга ошириш учун қабул қилинадиган бошқарувчилик қарорларида муҳим мезон ҳисобланади. Шунинг билан бирга, бу каби бошқарув қарорларини қабул қилишда бошқа омиллар ҳам ҳисобга олинishi мумкин. Буларга қимматли қоғозлар эмиссияси, эмитентнинг қайси тармоқ ёки ҳудудга тегишлилиги, бозордаги молиявий инвестициялашнинг у ёки бу инструменти айланиш фаоллиги даражаси ва ҳоказолар мисол бўла олади. Деривативларнинг қиёсий самарадорлиги унинг даромадлилиги ва самаралилик даражасига асосланади. Биринчи навбатда бундай мезонлар даромадлилик, риск ва ликвидлик сифатида юзага келади. Даромадлилик даражасини фойда аниқлайди, турли хил ноаниқликлар рискни келтириб чиқаради ва активларнинг нақд пулга айлана олиш қобилияти эса ликвидлик билан боғлиқдир. Фундаментал ва

<sup>20</sup> Муаллиф томонидан тузилган. Hull John C. Futures, Options and other Derivatives: Fourth Edition. – Washington. Prentice-Hall Inc., 2000 асосида.

техник таҳлилнинг ривожланиши молиявий инструментлар самарадорлиги баҳосини келтириб чиқаради.

**1-жадвал**

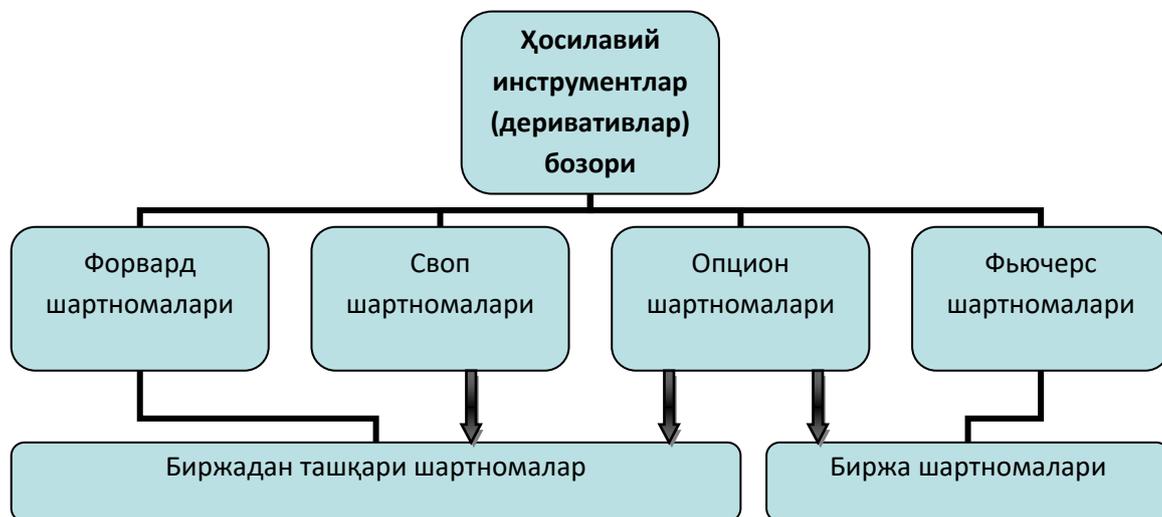
**Жаҳон акция бозорларининг капиталлашуви (млрд.долл.)<sup>21</sup>**

Мамлакат	1980	1985	1990	1995	2000	2005	2010	2015	1980 ва 2015 йиллар нисбати
Буюк Британия	205	328	849	1408	2577	3058	7014	9902	48.3
Германия	72	184	355	577	1270	1221	3490	4329	60.1
Италия	25	59	149	210	768	798	880	889	35.5
АҚШ	1448	2325	3059	6858	15104	17001	34502	55600	38.3
Франция	55	79	314	522	1447	1713	3354	4400	80
Япония	380	979	2918	3667	3157	4573	6544	7921	20.8
<b>Ривожланган бозорлар</b>	<b>2546</b>	<b>4490</b>	<b>8809</b>	<b>15878</b>	<b>29631</b>	<b>36460</b>	<b>55784</b>	<b>88900</b>	34.9
Бразилия	9	43	16	148	226	475	668	566	62.8
Ҳиндистон	8	14	39	127	148	553	877	906	113.2
Хитой				42	591	402	569	620	14.7
Корея	4	7	111	182	148	718	988	1208	302
Мексика	13	4	33	91	125	239	557	600	46.1
Россия				16	41	531	599	721	45.1
Саудия Арабистони				41	68	646	874	880	21.4
ЖАР		55	138	281	204	549	590		10.7
<b>Ривожланган бозорлар</b>	<b>79</b>	<b>178</b>	<b>589</b>	<b>1905</b>	<b>2475</b>	<b>6472</b>	<b>8965</b>	<b>9880</b>	125.1
<b>Бутун дунё</b>	<b>2728</b>	<b>4668</b>	<b>9398</b>	<b>17782</b>	<b>32105</b>	<b>42932</b>	<b>64749</b>	<b>90443</b>	33.2

1-жадвалдан кўришиб турибдики, жаҳон акция бозорлари капиталлашуви 1980 йилдан 2015 йилгача бўлган даврда 33,2 мартага ошган. Бу эса, ўз ўрнида, акция бозоридаги амалиётлар ҳажмининг ўсиши ва акцияларнинг қиймати ошиб жозибадорлиги ортиши билан изоҳланиши мумкин. Бунинг устига, ички ҳамда халқаро қимматли қоғозлар орасидаги тафовут йўқолиб, натижада, фонд биржаларида молиявий инструментлардан кенг фойдаланиш учун қулай шароит вужудга келади. Ушбу давр мобайнида

<sup>21</sup> Global Stock Markets Factbook 2015, Emerging Stock Markets Review. December 2015. Еслатма: Капитализация даражаси бўйича маълумотлар беш йиллик оралиқ бўйича нашр қилинади. 2015 йилдан кейинги маълумотлар 2020 йил учун чоп этилади.

ривожланган мамлакатларнинг акция бозори капиталлашувининг кескин равишда ортиши нафақат анъанавий биржа савдоси, балки турли ҳосилавий молиявий инструментлар орқали хеджирлаш амалиётидан ҳам кенг қўлланилганлиги билан ҳам боғлиқ. Асосий ҳосилавий молиявий инструментлар (деривативлар) фьючерс, форвард, своп ва опционлар кўринишида амалга оширилади.



#### 4-расм. Деривативларнинг расмийлаштирилиши ва амалга оширилиши бўйича таснифи.<sup>22</sup>

Келтирилган таснифга кўра, форвард шартномалари тўлов балансида уларни амалга оширишдаги қиймат бўйича ифодаланади. Улар шартномани бажариш нархи ва операцияларни амалга ошириш тугалланган санадаги бозор нархи орасидаги фарқни англатади. Форвард шартномалари икки томоннинг ўзаро мажбурияти асосида тузилади, лекин биржадан ташқари амалга оширилади. Форвард шартномалари Ўзбекистон шароитида амалда қўлланилмайди.

Фонд бозорида своп амалиётлари икки томоннинг ўзаро мажбуриятлари алмашинуви асосида олиб борилади. Маълум муддат давомида (5 йил) бир томон молиявий актив (мисол учун акция) бўйича белгиланган миқдорда фоиз (5%,5%,5%,5%,5%) тўласа, иккинчи томон, ўз ўрнида, шу активнинг ўсиш суръатини тўлайди (2%,8%,12%,3%,1%). Своп амалиёти Ўзбекистон фонд биржасида умуман қўлланилмайди, лекин тижорат банклари валютавий своп амалиёти ўтказди. Тижорат банклари своп амалиётини АҚШ доллари, Англия фунт стерлинги, Япония йенаси, евро,Швейцария франкида олиб бориши мумкин.<sup>23</sup>

Опцион тушунчасини маълум бир муддатда мукофотни тўлаш эвазига опционда қайд этилган объектни (масалан, қимматли қоғозлар) харид этиш

<sup>22</sup> Муаллиф томонидан тузилган.

<sup>23</sup> Ўзбекистон Республикаси банклари томонидан валютавий своп операцияларини амалга ошириш тартиби тўғрисида Низом (АВ томонидан 24.07.2008 й. 1839-сон билан рўйхатга олинган Марказий банк Бошқарувининг 28.06.2008 й. 15/1-сон Қарори билан тасдиқланган)

(харид опциониди) ёки сотиш учун (сотиш опциониди) мажбурият эмас, ҳуқуқ сифатида таърифлаш мумкин.

Опцион харид қилувчи бундай ҳуқуқни олиш эвазига сотувчига маълум бир сумма (мукофот)ни тўлайди. Олдин опционлар мукофотли, имтиёзли битимлар, зиёндан кафолатлар, нархнинг кўтарилиши ва пасайишидан кафолатлар деб аталган. Товар биржаларида опционлар товарлар ва фьючерс шартномаларига тузилиши мумкин. Лекин «Тошкент» Республика фонд биржасида опцион амалиёти ўтказилмайди. Опцион биржа ва биржадан ташқари инструмент ҳисобланади. Биржа опцион биржа томонидан рўйхатга олинган, биржа савдосининг биржада қайд этилган натижаси бўйича тузилган биржа товарига доир олди-сотди шартномасидир.

Ўрганиш объекти бўлиб фонд бозорларида қимматли қоғозлар талаб ва таклиф кўрсаткичлари, курс қиймати динамикаси ва қимматли қоғозлар курсининг умумий ҳаракати кўрсаткичлари ҳисобланади.

Молиявий сармоя самарадорлигини аниқлашнинг асосий формуласи қуйидаги кўринишда бўлади:

$$E_f = (C - I_0) / I_0 \quad (1)^{24}$$

$E_f$  - қимматли қоғозга айланган сармоянинг самарадорлиги;

$C$  - қимматли қоғознинг жорий (дисконтланган) қиймати;

$I_0$  - сармоя қилинган маблағ суммаси.

Ушбу формула исталган қимматли қоғознинг даромадлилик даражасини белгилашда қўлланилади. Анъанавий ва ҳосилавий молиявий инструментларни ҳам шу тарзда баҳолаш мумкин. Лекин муаммо сармоялашдан кутилаётган даромадни тўғри башорат қилиш билан боғлиқ бўлиши мумкин. Шу жаҳатдан, формулага башорат қилишдаги эҳтимоллик коэффицентини ҳам қўшса, таҳлил учун ва баҳолаш учун фойдали бўлади.

$$E_f = (C - I_0) / I_0 + \varepsilon \quad (2)^{25}$$

Бунда  $\varepsilon$  даромадни башорат қилишдаги аниқлик даражаси ёки хатоликни кўрсатади.

Фонд бозоридаги деривативлар самарадорлиги баҳолашда соф даромад сифатида молиявий дериватив қўлга киритилиши учун кетган маблағ ва унинг айна пайтдаги қиймати ўртасидаги фарқ тушунилади. Қимматли қоғозларга қилинган сармоядан келадиган кутилаётган пул даромадлари умумий суммаси реал активларга қўйилмалар каби амортизация ажратмаларини ўз ичига олмайди. Мавжуд хусусиятлар турли кўринишдаги фонд деривативлари бўйича пул оқимларини шакллантиради.

Хориж тажрибасида деривативларнинг келтирилган қийматини баҳолашда фойдаланиладиган дисконт нормаси капитал активлари моделлари билан мувофиқ равишда мавжуд бўлади. Ушбу моделга асосан аниқ бир молиявий инструмент бўйича жорий даромадлилик риск учун рағбат (премия) ва рисксиз молиявий сармоя бўйича жорий даромадлилик нормаси суммаси сифатида аниқланади. Қимматли қоғозлар бозорининг самарадорлигини

<sup>24</sup> Игоница.Л.Л.Инвестиции. –М: Юристъ, 2005. - 147 бет.

<sup>25</sup> Муаллиф томонидан таклиф этилди.

баҳоловчи усуллардан бири эса ликвидлилик даражасини белгилаш ҳисобланади. Бунда ликвидлиликнинг агрегацияланган кўрсаткичи олинади.

$$LA = \frac{N_{bid} \times N_{ask}}{\left(\frac{P_{ask}}{P_{bid}} - 1\right)^2} \quad (3)$$

Бунда:

$LA$ - қимматли қоғоз ликвидлигининг агрегацияланган кўрсаткичи;

$N_{bid}$ - сотиб олишга берилган буюртмалар сони, дона;

$N_{ask}$  - сотишга берилган буюртмалар сони, дона;

$P_{bid}$  - қимматли қоғозни ўртача сотиб олиш нархи, сўм;

$P_{ask}$  - қимматли қоғозлар ўртача сотиш нархи, сўм.<sup>26</sup>

Ўзбекистон фонд бозорида алоҳида хусусиятлар ва вазифаларни ҳисобга олганда, деривативлар самарадорлиги қиёсий таҳлилини солиштириш базаси сифатида баҳолашда рисксиз сармоялар бўйича жорий даромадлилик нормаси бўйича эмас, балки таҳмин қилинаётган сармоя манбаларининг ўртача қийматидан фойдаланган мақсадга мувофиқ ҳисобланади.

Диссертация ишининг иккинчи боби «**Жаҳон фонд бозорлари: деривативлардан фойдаланишнинг халқаро тажрибаси**» деб номланган бўлиб, унда йирик жаҳон фонд бозорларининг фаолиятининг ўзига хос хусусиятлари ва фойдаланиладиган деривативлар ўрганилган, учта йирик фонд бозори бўйича капиталлашуви даражасига таъсир этувчи омилларни башорат қилиш модели тузилган ва таҳлил қилинган. Жаҳон фонд биржаларининг бугунги кундаги ҳолати давлат облигациялари билан бўлаётган операцияларнинг ўсиб бораётганидан далолат бермоқда (2-жадвал). Тарихда фонд биржаларининг шаклланиши уларнинг облигациялар билан бўладиган операцияларида муҳим роль ўйнаган. Нисбатан паст риск даражаси ушбу молиявий инструментлардан жаҳон фонд бозорларида кенг доирада фойдаланишга имконият яратиб берди.

2-жадвал

### 2017 йил якунида облигациялар бозори структураси<sup>27</sup>

Давлатлар	Бозор ҳажми, трлн. АҚШ доллари	Қиёсий ҳажми, %
АҚШ	16,7	46,0
Япония	6,7	18,4
Германия	2,5	6,9
Буюк Британия	1,4	3,9
Франция	1,4	3,9
Бошқалар	7,6	20,9
Жами	36,3	100,0

2017 йилга келиб, Япония қимматли қоғозлар бозорида облигациялар билан бўладиган операциялар ҳажми бўйича иккинчи ўринни банд қилди.

<sup>26</sup> Лифлянд А Century Of Stocks And Bonds. The Securities Of Imperial Russia. Век акций, рент и облигаций. Ценные бумаги Российской империи / Лифлянд, Петров. - М.: IP Media, 2014. - 400 с.

<sup>27</sup> Муаллиф томонидан ҳисобланган. Rajan R.G. The Great Reversals. www.oecd.org/eco/eco.

Айнан давлат қарзига йўналтирилганлик молиявий номуқобиллик пайтида йўқотишдан қутулиб қолишга ёрдам берди.

Иқтисодиётни эркинлаштириш сиёсати ўз ўрнида миллий фонд бозорлари ўртасида ҳамкорлик, улардаги операциялар кўламини кенгайтириш ва мамлакатлар ўртасида хусусий капитал алмашинуви учун шароит яратиб берди. Жаҳон фонд бозорлари интернационаллашувидаги ижобий ўсишни акция ва облигациялар билан амалга оширилган халқаро операцияларнинг ўзаро муносабатида ҳам кўриш мумкин. Ҳозирги шароитда жаҳон капитал бозори конъюнктурасида АҚШ капитал бозори юқори ўринга эга. Бу, авваламбор, Америка бозорининг капиталлашув даражаси бошқа ҳар қандай давлатникидан анча юқори эканлиги билан изоҳланади (3-жадвал).

**3-жадвал**

**Давлатлар фонд бозорларининг дунё фонд бозори капиталлашувидаги улуши<sup>28</sup>**

Капиталлашув даражаси	Йиллар					
	1990	2000	2005	2007	2012	2017
Жами, трлн. долл.	9,3	25	35	20	42	80
Давлат улуши,%:						
Ривожланган давлатлар (АҚШ дан ташқари)	65	42	36	46	42	44
АҚШ	30	50	55	50	51	52
Ривожланаётган давлатлар	5	8	9	4	7	4

XX аср сўнгида ривожланган давлатлар фонд бозорларидаги юқори конъюнктура даражаси ғарб мамлакатларида юқори ишчанлик шароитини таъминлаш, илмий-техникавий ривожланишни қўллаб-қувватлаш, ҳамда ишлаб чиқаришни модернизациялаш ва капитал жамғарилишига кенг йўл очиб берди. Бундан ташқари, иқтисодиётнинг реал ва молиявий секторлари ўртасидаги алоқадорликнинг кучайиши кузатилди.

Лондон фонд биржасининг Нью-Йорк фонд биржасидан фаркли жихати унинг асосий эътибори деривативлардан фойдаланишга қаратилганлигидадир. Ушбу биржанинг асосий операциялари облигация ва акция каби инструментларга қаратилган бўлишига қарамадан, опцион, фьючерс ва свопларнинг кенг қўлланиши, ҳамда ривожланиши давлат иқтисодиётига улкан молиявий воситаларни жалб қилиш имкониятини беради.

Диссертация ишида учта йирик фонд биржаси жойлашган давлатларга тегишли маълумотлар асосида регрессион таҳлил қилинди ва эконометрик модель тузилди. Ушбу моделлар фонд бозорининг капиталлашув даражасига таъсир этувчи омиллар асосида иқтисодий башорат қилишга қаратилган.

АҚШ фонд бозорларида янги деривативларнинг пайдо бўлиши билан, Нью-Йорк фонд биржасида опцион ва фьючерс каби самарали деривативлардан кенг фойдаланиш бошланди. Ҳозирги кунда, эконометрик таҳлил (корреляция, дисперсия, регрессия) шуни кўрсатадики, ЯИМ даражаси

<sup>28</sup> Bank for International Settlements- 84<sup>th</sup> annual Report.Basle,2017.

Нью-Йорк фонд биржасида фойдаланиладиган опцион ва оддий акциялар каби молиявий инструментларга юқори даражада боғлиқликка эга. Эконометрик таҳлил асосида ҳосил бўлган модель куйидагича:

$$Y = 0,23X_1 + 0,04X_2 + E \quad (4)$$

Ушбу модель, давлат фонд бозорини капиталлаштиришда асосий омил сифатида таъсир кўрсатадиган айнан қайси молиявий инструментлар фойдаланилаётганини аниқлашга ёрдам беради. Буюк Британия фонд бозорининг таҳлили натижасида аниқланган модель куйидаги кўринишга эга:

$$Y = 0,9 + 0,005X_2 + 0,002X_6 + E \quad (5)$$

Бунда капиталлаштириш даражаси ва бошқа предикторлар орасидаги сезиларли даражадаги корреляция Буюк Британиядаги очик сармоя фондлари сонига боғлиқлигини кўрсатди. Бу иқтисодий ривожланиши учун қимматли қоғозлар тизимида сармоя фондларини ривожлантириш ва кенгайтиришни рағбатлантириш кераклигини англатади. Японияда эса ҳукумат ролининг устуворлиги сабабли, фақатгина давлат мамлакат фонд бозори фойдалилигини тартибга солади. Аниқланган модель куйидаги кўринишга эга:

$$Y = 0,0455 + 0,02X_4 + E \quad (6)$$

Юқорида айтиб ўтилган икки фонд биржасидан фарқли равишда, Токио фонд биржасида самарали деривативлар таҳлили шуни кўрсатдики, фонд бозорининг ривожланишига таъсир кўрсатувчи ягона омил бўлиб хизмат қиладиган дериватив давлат облигацияларидир.<sup>29</sup>

2008 йил охирига келиб жаҳон биржаларининг капиталлашув даражаси 25 трлн. АҚШ долл.га қисқариши натижасида сармоядорларнинг кенг кўламда давлат облигацияларига ўтиб кетиш жараёни кузатилди. Ривожланган мамлакатларнинг ҳукуматлари сармоядорларга кафолат бериш юзасидан қарор қабул қилди, шунингдек, молиявий-иқтисодий инқироз шароитида миллий бозор меъёрларига мос тарзда фонд бозорини янада кенгайтириш вариантлари ишлаб чиқилди.

Жаҳон инқирозининг салбий оқибатларига ўз вақтида чора кўриш, инқирозга қарши дастурни ишлаб чиқиш ва тўғри бошқарув сиёсатини танлаш натижасида биржадаги асосий индексларнинг ўсишига, бозордаги иштирокчилар сонининг ортишига, ҳамда кўшимча сармоялар оқимининг кириб келишига эришилди.

Диссертация ишининг учинчи боби «**Ўзбекистон қимматли қоғозлар бозори таҳлили ва молиявий инструментлардан фойдаланиш усуллари**» деб номланган бўлиб, унда Ўзбекистон шароитида қимматли қоғозлар бозорининг жорий ҳолати ва мавжуд муаммолар таҳлил қилинган, миллий фонд бозори фаолиятини тартибга солишда олиб борилаётган чора-тадбирлар ўрганиб чиқилган ва хориж тажрибасини қўллаш имкониятлари илмий жиҳатдан асосланган.

Ҳозирги пайтда жаҳоннинг ривожланган мамлакатларидаги молиявий активларнинг катта қисми қимматли қоғозлар ҳисобига амалга оширилади.<sup>30</sup> Бугунги кунга келиб, Ўзбекистон Республикаси фонд бозорини тартибга

<sup>29</sup> [www.tse.com](http://www.tse.com)

<sup>30</sup> Осиё Тараққиёт Банки бошқарувчилар Кенгаши 43-чи Мажлиснинг Баённомаси // Халқ сўзи – Тошкент. 04.05.2010.

солувчи бир қатор қонун ва меъёрий ҳужжатлар қабул қилинган. 2015 йил 3 июнда «Қимматли қоғозлар бозори» тўғрисидаги Қонунга ўзгартириш ва қўшимчалар киритилди<sup>31</sup>, «Акциядорлик жамиятлар ва акциядорларни ҳуқуқларини ҳимоя қилиш тўғрисида»ги Қонун ҳам такомиллаштирилди ва 2009-2015 йилларда бу қонунга қўшимча ва ўзгартиришлар киритилди. «Биржалар ва биржа фаолияти тўғрисида»ги Қонуннинг янги таҳрири 2014 йил 12 сентябрда қабул қилинди.<sup>32</sup> «Ўзбекистон Республикаси капитал бозорини ривожлантириш агентлиги фаолиятини ташкил этиш тўғрисида» ги Қарор Ўзбекистон қимматли қоғозлар бозорини тартибга солишда янги бурилиш ясади.<sup>33</sup>

Сўнгги йиллардаги биржа айланмаси динамикаси шуни кўрсатадики, ундан 2006-2016 йилларда фонд бозорининг анча жонланганлигини ва молиявий инструментлар керакли даражада фаол ишлаётганлигини кузатишимиз мумкин. Агар 2003-2005 йиллардаги фонд бозорининг йиллик айланма ҳажми 35-42 млрд. сўм атрофида тебранган бўлса, 2006-йилга келиб, бу кўрсаткич 100 млрд. сўмга ўсганини кўриш мумкин. 2017 йилга келиб, ушбу кўрсаткич 340 млрд.сўмни ташкил қилди. Иккиламчи бозордаги айланма ҳажми улуши эса барқарор кўрсаткичга эга, бу фонд бозори ривожланишида муҳим омил бўлиб хизмат қилади. Ўзбекистон фонд бозорида эса анъанавий молиявий инструментларгина мавжуд. Улар билан савдо амалиётлари эса 80% ортиги тижорат банклари акциялари ва облигацияларига тўғри келади.

Ш.Ш.Шоҳаъзамийнинг фикрича, Ўзбекистон фонд бозорининг ҳолати тўғридан-тўғри ундаги иштирокчиларнинг мутахассислик даражасига боғлиқ. Фонд бозорининг у ёки бу инструментдан фойдаланишда ижобий натижаларга эришиш учун банкларнинг иштирок этиш даражасини баҳолаш тизими ишлаб чиқилган ва уларга механизм таклиф етилган.<sup>34</sup> С.Ф.Мўминов эса биринчи навбатда фонд бозорининг фаолияти учун етарли даражада ривожланган инфратузилманинг мавжуд бўлиши лозимлигини аниқлаб, бошқа фикрни асослаб берди.<sup>35</sup>

Акцияларнинг ялпи эмиссия даражаси ҳар йил ўсиб бормоқда. Хусусан, 01.01.2017 муддатигача чиқарилган акциялар қиймати 17,9 трлн. сўмни ташкил этган. Ваҳоланки, 01.01.16 санаси бўйича 12,3 трлн. сўм ҳажмида бўлган эди ва бу 2015 йилдаги кўрсаткичлардан 3,8 трлн сўмга кўпроқ.<sup>36</sup> Акциялар савдоси биржада ва биржадан ташқарида ҳам ўтказилиши мумкин. 01.03.2019 йил санаси ҳолатига кўра, биржа ва биржадан ташқари амалиётлар 8,90 млрд. сўмни (4031 та шартнома) ташкил этиб, шулардан 8,59 млрд.сўмлик (3920 та шартнома) савдо амалиётлари биржада ва 314,23 млн. сўмлик (111 та

<sup>31</sup> «Қимматли қоғозлар бозори тўғрисида»ги ЎРҚ-387-сонли қонун. 3.06.2015 й. Ўзбекистон Республикаси қонун ҳужжатлари тўплами, 2015 й., 22-сон.

<sup>32</sup> «Биржалар ва биржа фаолияти тўғрисида»ги ЎРҚ-375-сонли қонун. 12.09.2014 й. Ўзбекистон Республикаси қонун ҳужжатлари тўплами, 2014 й., 38-сон

<sup>33</sup> «Ўзбекистон Республикаси капитал бозорини ривожлантириш агентлиги фаолиятини ташкил этиш тўғрисида» ги ПҚ-4127-сон. 25.01.2019 й. Қонун ҳужжатлари маълумотлари миллий базаси, 25.01.2019 й., 07/19/4127/2535-сон

<sup>34</sup> Шоҳаъзамий Ш.Ш. Финансовый рынок и ценные бумаги. Книга II. –Тошкент. – Иқтисод Молия, 2005.- 82 б.

<sup>35</sup> Муминов С. Интеграция Узбекистана в международный фондовый рынок: экономико-правовые аспекты. Дис. ... канд.экон. наук. – Ташкент. УМЭД, 2004. – 74 б.

<sup>36</sup> «Тошкент» РФБ маълумотларига кўра муаллиф томонидан ҳисоблаб чиқилган

шартнома) савдо биржадан ташқарида олиб борилган. Ушбу муддатда облигациялар билан бирорта ҳам амалиёт ўтказилмаган. Февраль ойида биржада 3920 та листингда турувчи 55 та акциядорлик жамиятларининг акциялари билан келишувлар ўтказилди.

4-жадвалдан кўришиб турибдики, февраль ойида энг юқори савдо ҳажми банк секторига тегишли бўлиб, 5,59 млрд. сўмни ташкил қилди ва жами биржа савдосининг 65,1 фоизини эгаллади. Кейинги ўринда қурилиш сектори туради. Бунга асосий сабаб «Qizilqumsement» АЖ нинг 2017 йилда 49,79 млрд. сўм ва 2018 йилда 338,77 млрд. сўм соф фойда билан чиққани бўлди.

Таҳлилда келтирилган фонд бозори иштирокчиларининг қарорлари, акция нархларининг ўзгариши ва турли ташкилотларнинг бирлашиши маълум бир сабабларга кўра амалга ошганини аниқлаш қийин. Шу боис, бугунги кунда фонд биржасига тегишли бўлган маълумот ва кўрсаткичларни қўллаган ҳолда эконометрик модель ишлаб чиқиш ва айнан қайси деривативни фонд бозорида қўллаш мумкинлигини модель орқали ифодалаш имконсиз.

#### 4-жадвал

#### 2019 йил февраль ойида биржа келишувлари ҳажми ва миқдори.<sup>37</sup>

Сектор	Келишувлар сони	Улуши(%)	Савдо ҳажми (млн. сўм)	Улуши(%)
Банк	970	24,74	5 591,29	65,10
Қурилиш	1171	29,87	1 654,31	19,26
Нефть ва газ	849	21,66	421,99	4,91
Тоғ-металлургия	328	8,37	286,38	3,33
Шиша ишлаб чиқариш	320	8,16	223,35	2,60
Кимё саноати	36	0,92	142,18	1,66
Молиявий	34	0,87	124,90	1,45
Савдо-кўرғазма	134	3,42	63,29	0,74
Вино саноати	5	0,13	44,58	0,52
Кабель маҳсулотлари ишлаб чиқариш	8	0,20	21,40	0,25
Бошқалар	65	1,66	15,40	0,18
<b>Жами</b>	<b>3 920</b>	<b>100,00</b>	<b>8 589,06</b>	<b>100,00</b>

Лекин акцияларнинг ўзгарувчанлик даражаси юқорилиги ва янги қабул қилинган қонундаги ўзгартиришларга асосланган ҳолда шуни маълум қилиш мумкинки, инвестор учун энг қулай инструмент опцион ҳисобланади. Бозор нархига қараб олиш ёки олмаслик, сотиш ёки сотмаслик қарори ва ҳуқуқи ўз қўлида бўлади.

Бугунги кунда фонд бозори фаолияти билан боғлиқ бир қатор муаммо ва қийинчиликлар мавжуд:

қимматли қоғозлар бозорида амалиётлар ҳажмининг кичиклиги;

<sup>37</sup> “Тошкент” РФБ нинг 01.03.2019 йил ҳолатига капитал бозорининг ҳолати маълумотлари асосида муаллиф томонидан тузилган.

қимматли қоғозлар бозоридаги молиявий инструментларнинг турлари камлиги;

сармоядор учун фонд бозори жозибадорлигининг пастлиги;

қимматли қоғозлар бозоридаги иштирокчи корхоналар капиталида давлат улушининг юқорилиги;

фонд биржаси амалиётларида деривативларнинг умуман қўлланилмаслиги;

риск бошқаруви билан боғлиқ бўлган механизмнинг мавжуд эмаслиги;

фонд бозорида юқори малакали мутахассисларнинг етишмаслиги;

«Тошкент» Республика фонд биржаси фаолиятида интеграллашув даражасининг пастлиги.

Юқорида келтирилган муаммолар қимматли қоғозлар бозорининг самарадорлигига ва инвесторларнинг ушбу бозорга бўлган қизиқишини камайтиради. Фонд бозоридаги асосий иштирокчилар тижорат банклари бўлганлиги сабабли уларнинг қимматли қоғозлар бозоридаги савдо амалиётларини амалга оширишлари биржа айланмасини юқори бўлишини таъминлайди.

Бугунги кунда Ўзбекистон қимматли қоғозлар бозорининг жорий ҳолатини инобатга олган ҳолда, шуни таъкидлаш лозимки, фундаментал таҳлил усулларини миллий фонд биржа фаолиятига мослаштириш ва бу жараёнда юзага келадиган муаммолар юзасидан тегишли илмий тадқиқотлар ишлаб чиқиш зарурати мавжуд. Ривожланаётган фонд биржаларига молиявий воситаларни жалб этиш учун унда савдо қилаётган корхона ва ташкилотларнинг акциялари билан таништириш лозим. Буни амалга оширишда IPO амалиёти, яъни акцияларнинг бирламчи жойлаштириливи ўз хиссасини қўшиши мумкин.

Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2017 йил 10 май санасидаги Қарорига биноан 2017 йил 5 декабрдан 2018 йил 3 апрелга қадар «Кварц» (Фарғона вилояти Қувасой шаҳрида жойлашган) акциядорлик жамиятининг акцияларини сотиб олишга рухсат берилди. Натижада 2017 йил 5 декабрдан бошлаб «Тошкент» РФБ савдо майдончасида АЖ «Кварц»нинг 4 574 934 дона оддий акциялари сотувга қўйилди. Натижада акцияларнинг 54%и 7,5 млрд. сўм миқдорда сотилди. IPO амалиётида қатнашган сармоядорлар юқори фойда олишди, лекин 46% акциялар сотилмай қолди. Қолган акцияларни андеррайтер қайта сотиб олиши керак эди, аммо Ўзбекистон Республикаси ташқи иқтисодий фаолият Миллий Банки бундан бош тортди. Илк маротаба ўтказилган IPO амалиёти ўзига хос ютуқ ва камчиликларга эга бўлди. Ютуғига АЖ «Кварц» акциялари савдоси ҳақида кенг оммага маълумот берилиши, сармоядорлар 60% гача фойда кўриши, фонд бозори иштирокчиларининг жалб этилишини киритсак, камчилик сифатида акцияларнинг катта қисми сотилмай қолишини, IPO амалиёти ҳақида кенг миқёсда тарғибот ишлари олиб борилмаганини ва ҳукуқий жиҳатдан тушунтириш ишлари олиб борилмаганини ва Road Show лар қилинмаганлигини таъкидлашимиз мумкин. Аммо умумий ҳисобда IPO

амалиёти муваффақиятли ўтди ва ҳозирги кунда кўплаб корхоналар ушбу амалиётни ўтказишни режалаштирмоқда.

«Тошкент» РФБ хизматларини кенгайтириш мақсадида РЕПО битимларини қайта йўлга қўйиш лозим. РЕПО битимлари қимматли қоғозларни гаровга қўйиш йўли билан пул маблағларини қарзга олишнинг оммабоп усули ҳисобланади. Мижозга тегишли бўлган қимматли қоғозлар нафақат фойда келтириши, балки кредит маблағларини зудлик билан жалб қила оладиган самарали восита сифатида ҳам қўлланилиниши мумкин.

2004 йилдан бошлаб РЕПО келишувлари кенг миқёсда амалга оширилган эди. Лекин «Тошкент» РФБ ва Корея фонд биржаси билан ҳамкорлик ўрнатилгандан кейин бу амалиётлар тўхтатилди. РЕПО битимлари миллий қонунчиликка биноан икки босқичда амалга оширилади: акция сотилиши ва қайтиб сотиб олинishi. Корея тизимида эса брокер ўз бўйнига масъулиятни олади ва РЕПО битими бир босқичда амалга оширилади. Шу жиҳатдан, РЕПО амалиётини ўтказишда номутаносибликлар мавжуд бўлгани учун ушбу турдаги битимлар ҳозирги кунда амалга оширилмаяпти.

Ўзбекистон капитал бозорининг ривожланишининг яна бир истиқболли йўналиши унинг жаҳон фонд биржаларида савдо майдонларига чиқишидир. Бу борада илк қадам сифатида Ўзбекистон томонидан Лондон фонд биржасига 1 млрд. АҚШ доллари миқдорига еврооблигациялар жойлаштирилиши бўлди. Ушбу облигациялар иккита траншда жойлаштирилади: 2024 ва 2029 йилларда 500 млн. АҚШ доллари миқдорига. Беш йиллик қимматли қоғознинг даромадлиги 4,7%, ўн йиллик эса 5,3% ни ташкил қилади.

#### 5-жадвал

#### Еврооблигациялар жойлаштирилувидаги асосий иштирокчилар<sup>38</sup>

Транш	Даромадлилик (%)	Британия сармоядорлари улуши (%)	АҚШ сармоядорлари улуши (%)	Европа давлатлари сармоядорлари улуши (%)	Осиё мамлакатлари сармоядорлари улуши (%)
2024	4,7	39	23	6	6
2029	5,3	32	31	10	10

Ушбу амалиёт Лондон фонд биржасида юқори талабга эга бўлди ва институционал сармоядорлардан 150 та сўровнома келиб тушди. Асосий сармоядорлар сифатида бошқарув фондлари (75% ва 78%), суғурта компаниялари ва нафақа жамғармалари (20% ва 16%) ва банклар (5% ва 6%) иштирок этишди. Ушбу жойлаштирувнинг ютуқли жиҳатлари қуйидагилардан иборат:

Ўзбекистон илк бор муваффақиятли битим орқали халқаро бозорга чиқишга эришди;

сармоядорларнинг ёрдами билан қимматли қоғознинг нархини белгилашда замонавий усуллардан фойдаланилди ва рейтинги кўтарилди;

<sup>38</sup> «Тошкент» РФБ Янгилликлари ва маълумотлари асосида муаллиф томонидан тузилган.

Ўзбекистондаги бошқа давлат корхона ва ташкилотлар томонидан облигациялар чиқарилиши ва жойлаштирилиши режалаштириб қўйилди;

МДХ давлатлари орасида 2019 йилда илк бор мустақил облигациялар жойлаштирилуви амалга оширилди.

Капитал бозорида савдода бўлган акцияларнинг мавжудлиги компаниянинг қийматини баҳолашга имкон беради, у бирлашиш ва сотиб олиш (M&A) учун менежерларнинг фаолиятини баҳолаш учун восита сифатида ишлатилиши мумкин. Компаниянинг акциядорлари ўзларининг аксарият қисмини ёки бир қисмини сотиш имконига эга бўлиб, шу билан бирга компаниянинг кутилаётган келажакдаги даромадларига капитализация қилиш имкониятини беради.

## ХУЛОСА

Ўзбекистон Республикаси қимматли қоғозлар бозорида молиявий инструментларни қўллаш имкониятларини баҳолаш бўйича илмий тадқиқ этиш натижасида қуйидаги хулосалар шакллантирилди:

1. Ҳозирги пайтда қимматли қоғозлар бозорини ривожлантириш кўп ҳолларда давлат тасарруфидан чиқариш ва хусусийлаштириш дастурлари билан мос равишда амалга оширилишга боғлиқлиги илмий асосланган.

2. Молиявий глобаллашув жараёнидан келиб чиқиб, деривативларнинг ўзига хос жиҳатларини инобатга олган ҳолда Ўзбекистон шароитида опцион шартномаларининг амалиётда қўллашнинг истиқболли йўналишлари гипотетик модель асосида ишлаб чиқилди.

3. Қиёсий таҳлил асосида жаҳондаги уч йирик фонд биржаларида (Нью-Йорк, Лондон ва Токио фонд биржалари мисолида) деривативларнинг самарали қўлланилиши шуни кўрсатдики, ушбу биржалар фаолияти ялпи амалиётлар ҳажмининг асосий қисми деривативларга тўғри келади.

4. Хорижий тажрибадан келиб чиқиб, Ўзбекистон фонд бозорига сармоядорларни жалб этишни такомиллаштириш йўналишларини IPO ва SPO амалиётларини кенг миқёсда амалиётга киритиш орқали корхоналарнинг акцияларига бўлган ишончни ошириш мумкин. Бу эса, ўз ўрнида фонд бозорида иккиламчи бозорнинг кенгайишига ва биржа капиталлашувининг ошишига хизмат қилади.

Ўзбекистон шароитида қимматли қоғозлар бозорининг самарадорлигини ошириш учун молиявий инструментлардан фойдаланиш механизмига оид қатор таклифлар ишлаб чиқилди:

1. Қимматли қоғозлар бозори бошқарувининг қонунчилигида бир қатор ислохотлар ўтказиш ва тўлдиришлар киритиш лозим. Ҳозирги кунда “Биржа фаолияти тўғрисидаги” қонунда белгилаб берилган йўналишлар амалиётда фонд биржасида эмас, балки валюта биржасида амалга оширилмоқда. Бунинг устига РЕПО битимларини тузиш бўйича белгиланган икки босқичли жараёни Корея тизимида мослаб бир босқичлига ўтказиш лозим.

2. Қимматли қоғозлар бозори фаолиятини такомиллаштиришда молиявий инструментлардан, шу жумладан деривативлардан фойдаланишнинг самараси Ўзбекистон Республикаси 2017-2018 йилларда

иккиламчи фонд бозорини ривожлантириш концепциясига боғлиқ ҳолда фонд бозорига юридик ва жисмоний шахсларни жалб этиш механизмини ишлаб чиқиш ҳамда акция ва облигацияларнинг ликвидлилик даражасини тартибга солиш учун биржа ҳамда биржадан ташқари амалиётларни «Road show» лар орқали кенгайтириш.

3. Диссертация ишида тузилган эконометрик модель асосида қилинган киёсий таҳлил шуни кўрсатдики, Ўзбекистон шароитида қўлланилиши мумкин бўлган дериватив опцион ҳисобланади. Бугунги кунда инвесторларни фонд биржасига жалб этиш учун мажбурият эмас, балки ҳуқуқ бериш лозим. Буни эса фақат опцион шартномалари орқали қилиш лозим. Рисклилик даражаси паст бўлган америка опциони, фьючерс шартномалари каби дериватив шаклларидадан фойдаланишни йўлга қўйиш.

4. Ўзбекистон фонд биржасини ва валюта биржасини бирлаштириш механизмини амалда қўллаш лозим. Бу тажрибани 2011 йил Россия Федерацияси ва 2017 йил Қозоғистон Республикаси амалга оширди. Валюта билан боғлиқ бўлган рискларни деривативлар орқали хеджерлаш мумкинлигини ҳисобга олган ҳолда ушбу таклиф ижобий натижаси бериши шубҳасиз. Бу йўналишда хедж-фондларни ташкил қилиш ҳам мақсадга мувофиқ бўлади.

5. Миллий фонд бозорида IPO (акцияларнинг бирламчи жойлаштирилуви) амалиётини кенг қўллаш. Биринчи IPO АЖ «Кварц» томонидан амалга оширилди ва ижобий натижага эришилди. Ўзбекистон фонд бозорида молиявий сармоянинг самарадорлигини акция ва облигацияларнинг ликвидлилик даражасига боғлиқ ҳолда корхоналарнинг портфелини шакллантириш ҳамда IPO ва SPO амалиётларини фонд биржаси листингида бўлмаган корхоналар учун амалиётга киритиш, биржадан ташқари акция савдосини йўлга қўйиш орқали акциядорлик жамиятларининг тижорат фаолиятларини кенгайтириш.

Мамлакатнинг асосий бошқарув вазифаси фонд бозоридаги сармоядорлар учун рискни максимал даражада камайтириш, қимматли қоғозлар эгасининг ҳамда сармоядорларнинг ҳуқуқини ҳимоя қилиш ва, шунингдек, иқтисодийнинг бу секторини иқтисодий ҳимоя ва қонунчилик билан таъминлашдан иборат. Маълумки, мустаҳкам иқтисодий сиёсат ва қатъий назорат мамлакат томонидан молиявий бозор иштирокчиларига савдо амалиётларини рисксиз, хавфсиз ва йўқотишларсиз олиб бориш кафолатини беради.

**НАУЧНЫЙ СОВЕТ DSc.27.06.2017.I.16.03 ПО ПРИСУЖДЕНИЮ  
УЧЕНОЙ СТЕПЕНИ ДОКТОРА НАУК ПРИ ТАШКЕНТСКОМ  
ГОСУДАРСТВЕННОМ ЭКОНОМИЧЕСКОМ УНИВЕРСИТЕТЕ И  
БАНКОВСКО-ФИНАНСОВОЙ АКАДЕМИИ РЕСПУБЛИКИ  
УЗБЕКИСТАН И**

---

**БАНКОВСКО-ФИНАНСОВАЯ АКАДЕМИЯ РЕСПУБЛИКИ  
УЗБЕКИСТАН**

**БАКОЕВА ГУЛБАХОР МАТЯКУБОВНА**

**ПЕРСПЕКТИВЫ ПРИМЕНЕНИЯ ДЕРИВАТИВОВ В РАЗВИТИИ  
РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ 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) по экономическим наукам зарегистрирована в Высшей Аттестационной Комиссии при Кабинете Министров Республики Узбекистан за В2018.1.PhD/Iqt473.**

Докторская диссертация выполнена в Банковско-финансовой академии Республики Узбекистан

Автореферат диссертации на трех языках (узбекский, русский, английский (резюме)) размещен на веб-странице научного совета и на информационно-образовательном портале «Ziynet» ([www.ziynet.uz](http://www.ziynet.uz)).

<b>Научный руководитель:</b>	<b>Бекмурадов Адхам Шарипович</b> доктор экономических наук, профессор
<b>Официальные оппоненты:</b>	<b>Абдуллаева Шарбат Зулпикаровна</b> доктор экономических наук, профессор <b>Худайкулов Хуршид Хуррамович</b> PhD, доктор философии по экономическим наукам
<b>Ведущая организация:</b>	<b>Академия государственного управления при Президенте Республики Узбекистан</b>

Защита диссертации состоится « \_\_\_\_ » \_\_\_\_\_ 2019 г. в \_\_\_\_ часов на заседании Научного совета DSc27.06.2017.I.16.03 по присуждению ученых степеней при Ташкентском государственном экономическом университете и Банковско-финансовой академии Республики Узбекистан. (Адрес: 100003, г. Ташкент, улица Ислама Каримова, дом 49. Тел.: (+998 71) 239-28-72, факс: (+99871) 239-43-51; e-mail: [tsue@tsue.uz](mailto:tsue@tsue.uz)).

С диссертацией можно ознакомиться в Информационно-ресурсном центре Ташкентского государственного экономического университета (зарегистрировано за № \_\_\_\_). (Адрес: 100003, г. Ташкент, улица Ислама Каримова, дом 49. Тел.: (+998 71) 239-28-72, факс: (+99871) 239-43-51; e-mail: [tsue@tsue.uz](mailto:tsue@tsue.uz)).

Автореферат диссертации разослан « \_\_\_\_ » \_\_\_\_\_ 2019 года.

(протокол реестра № \_\_\_\_ от « \_\_\_\_ » \_\_\_\_\_ 2019 года).

**Н.Махмудов**

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

**У.В. Гафуров**

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

**Н.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.** Одним из отличительных признаков последних двух десятилетий является быстрый рост международных инвестиций в результате глобализации экономики и либерализации международных финансовых рынков. Операции с ценными бумагами в ВВП стран мира сегодня растут. В основном это связано с широким использованием новых финансовых инструментов на фондовых рынках, в частности, деривативов. Например, «На 1 января 2017 года на фондовый рынок приходилось 37% ВВП США, 35% в Японии и 19% в Китае»<sup>39</sup>. Основная 67% мировой капитализации приходится на три страны: Соединенные Штаты, Японию и Великобританию. Семь лучших стран составляют 75% мировой капитализации. «Во втором десятилетии 21-го века основная часть мировой капитализации приходится на развитые страны и Юго-Восточную Азию. Это означает, что общий приток мирового капитала в мировую экономику в 2017 году достигнет 17,7 миллиарда. США выросли в семь раз за последнее десятилетие прошлого века»<sup>40</sup>. Кроме того, за этот период чистое движение капитала более чем удвоилось благодаря росту международного рынка капитала, резкому увеличению числа инвесторов и развитию электронной коммерции.

Проблемы хеджирования рисков, формирования портфеля и использования цифровых и криптографических методов в регулировании криптовалюты изучаются экономистами всего мира. Изучается необходимость диверсификации инвестиций в фондовые биржи в контексте углубления финансовой интеграции, возможности распределения рисков между инвесторами и использования биткойнов и деривативов на фондовых и валютных рынках. Чтобы ограничить спекулятивную ситуацию на рынке ценных бумаг, проводятся исследования по производным инструментам и разработке механизмов адаптации возникающих типов финансовых инструментов к фондовым рынкам.

«В контексте модернизации экономики Узбекистана развитие вторичного рынка может помочь в использовании производных финансовых инструментов и повысить капитализацию организаций»<sup>41</sup>. Адекватное обеспечение внутренней экономики внутренними источниками финансирования, рост привлечения иностранных инвестиций в значительной степени требует развития фондового рынка в стране на международном и национальном уровнях и использования производных финансовых инструментов. 85% государственной доли в большинстве акционерных обществ является одним из основных препятствий для выхода иностранных и отечественных инвесторов на фондовый рынок. Отказ от использования финансовых инструментов, в том числе деривативов, в биржевой деятельности, определяющих привлекательность фондового рынка страны,

<sup>39</sup> Жаҳон фонд бозорлари федерациясининг йиллик бюллетени (WFE FY 2016 Market Highlights) маълумотлари.

<sup>40</sup> Global Stock markets Factbook 2017 маълумотлари асосида муаллиф томонидан ҳисобланди.

<sup>41</sup> Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2017 йил 7 февралдаги «Ўзбекистон Республикасини янада ривожлантириш бўйича Харакатлар стратегияси тўғрисида»ги ПФ-4947-сонли фармони.

вызван нехваткой специалистов в этой области и низким уровнем грамотности. В то же время отсутствие хедж-фондов, управляющих производными инструментами, может привести к потере доверия инвесторов к возврату инвестиций.

Указ Президента Республики Узбекистан от 7 февраля 2017 года «О Стратегии действий по развитию Республики Узбекистан» от 17 января 2017 года, Постановление Кабинета Министров Республики Узбекистан от 22 мая 2012 года № ПФ-4933 «О мерах по дальнейшему развитию фондового рынка, а также Указ Президента Республики Узбекистан № ПП-1727 сыграли важную роль в реализации задач, поставленных в диссертационной работе.

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

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

Основу исследований финансовых отношений, возникающих при функционировании финансовых инструментов в экономике, составляет научный аппарат теории финансов и кредита. Заметный вклад в разработку теоретических аспектов проблем существования финансовых инструментов внесли Ш.Натенберг, У. Шарп, Р.Т. Дейглер, Дж. С.Кокс, М. Рубенштейн, Р.У.Колб, Дж. Ледерман, К.Ф.Люфт, А.Лифлянд.<sup>42</sup>

Такие зарубежные авторы как К. Стрикленд, Л.Галиц, Т.Лофтон, Д. Маршалл, В.К.Бансал, Дж. Мэрфи, М.С. Томсетт, Дж. К. Халл, Д.Р. Сигел, Г.В.Анесянц<sup>43</sup> в своих работах уделяют внимание ключевым понятиям финансового рынка, конкретным видам финансовых инструментов,

---

<sup>42</sup> Natenberg Sh. Option Volatility and Pricing. Second Edition. – CA. Probus Publishing Company, 1994. – 508 p.; Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж. Инвестиции / Пер. с англ. – Москва. Инфра-М, 2001. – 1028 с.; Dailger Robert. Financial Futures and Options Markets: Concepts and Strategies. – Texas. Harpercollins College, 1994. – 514 p.; Cox John C. and Mark Rubenstein. Option Markets.- Prentice Hall Inc., 1985. – 1030 p.; Kolb Robert W. Financial Derivatives. Second Edition. – CA. Blackwell Publishers Ltd., 1998. – 600 p.; Lederman Jess R. Exotic Options: Instruments. Analysis and Applications. – New York. Mc. Graw-Hill, 1998. – 1150 p.; Luft Carl F. Understanding and Trading Futures: A Hands-On Study Guide For Investors and Traders. – Washington. Probus Publishing House, 2000. – 1010 p., Л.И.Лифлянд. A Century Of Stocks And Bonds. The Securities Of Imperial Russia. Век акций, рент и облигаций./Лифлянд,Петров.-М.:IP Media, 2014.- 400с. Л.И. Лифлянд. A Century of Stocks and Bonds: The Secrets of Imperial Russia. Век акций, рент и облигаций/ Л.И. Лифлянд, Ю.А. Петров. - Москва:РГГУ, 2017. - 496 с.

<sup>43</sup> Chris Strickland. Implementing Derivatives Models. – Washington. John Wiley & Sons Ltd., 2000. – 440 p.; Галиц Л. Финансовая инженерия: инструменты и способы управления финансовым риском / Пер. с англ. – Москва. Альпина, 1998. – 544 с.; Лофтон Т. Основы торговли фьючерсами / Пер. с англ. – Москва. ИК Аналитика, 2001. – 390 с.; Маршалл Дж., Бансал В. Финансовая инженерия: Полное руководство по финансовым нововведениям / Пер. с англ. – Москва. Инфра - М, 2008. – 340 с.; Мэрфи Дж. Технический анализ фьючерсных рынков: теория и практика. – Москва. Диаграмма., 2008. 226 с.; Томсетт.М. Торговля опционами: спекулятивные стратегии, хеджирование, управление рисками / Пер.с англ. – Москва. Альпина, 2004. – 685 с.; Hull John C. Futures, Options and other Derivatives: Fourth Edition. – Washington. Prentice-Hall Inc., 2000. – 1024 p.; Siegel Daniel R. The Futures Markets: The Professional Traders' Guide to Portfolio Strategies, Risk Management and Arbitrage.- Probus Publishing House.1994. – 288 p. Анесянц, Г.В. Основы функционирования рынка ценных бумаг / Г.В. Анесянц. - М.: ЭБТ-Контур, 2017. - 368 с.

акцентируя на нетрадиционных, моделированию ценообразования и использования данных инструментов, а также формированию торговых стратегий. Общие вопросы финансового управления и управления инвестициями нашли отражение в работах И. Балабушкина, А.Буренина, А.Фельдмана, С. Вайна, М. Чекулаева, Т. Бердникова.<sup>44</sup>

Исследованием механизмов разработки новых моделей эффективности финансовых инструментов занимались Дж. Бердж, И. Брайс, Е. Бэнкс, Дж. Финнерти.<sup>45</sup> Изучением особенностей функционирования различных фондовых бирж занимались такие учёные как О.И. Дегтярева, О.Кандинская, Т.Ю.Сафонова и Б.Б. Рубцов.<sup>46</sup>

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

В Узбекистане также проводятся научные исследования по проблемам становления и функционирования национального фондового рынка, которые отражены в трудах таких экономистов как Ш. Шохазамий, К. Толипов, Л. Бутиков, Д.Анкудинов, И.Ахмедходжаев, А.Абдукадыров, М.Алиев, В.Котов, С.Муминов, Ю.Назаров, М.Хамидуллин, Л.Султанов.<sup>47</sup> Вместе с тем, в работах этих авторов делается акцент на разработку прикладных аспектов рассматриваемой проблемы, вследствие чего недостаточно исследованными остаются ее теоретические стороны и недостаточно разработанные модели по оценке эффективности финансовых инструментов не функционируют на

---

<sup>44</sup> Балабушкин А. Опционы и фьючерсы. – Москва. Инфра – М, 2006. – 340 с.; Буренин А. Рынки производных финансовых инструментов. – Москва. Инфра-М. 2000. – 160 с.; Фельдман А. Основы рынка ценных бумаг. – Москва. Инфра-М, 2004. – 420 с.; Фельдман А.А. Вексельное обращение. Российская и международная практика. - Москва. Инфра-М, 1995. -352 с.; Вайн С. Опционы. Для профессионалов. – Москва. Альпина Паблишер, 2007. – 498 с.; Чекулаев М. Риск-менеджмент: управление финансовыми рисками на основе анализа волатильности. –Москва. Альпина Паблишер, 2003. – 345 с., Бердникова, Т.Б. Рынок ценных бумаг: прошлое, настоящее, будущее: Монография / Т.Б. Бердникова. - М.: ИНФРА-М, 2013. - 397 с.

<sup>45</sup>Berge John, Beinks E. Advanced Options Trading: The Analysis and Evaluation of Trading Strategies. Hedging Tactics And Pricing Models. –Irwin Professional Publishing, 1998; Finerty Johnson. Financial Derivatives: Second Edition. Blackwell Publishers Ltd., 2009.

<sup>46</sup>Дегтярева О.И. Биржевое дело. –М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2001; Сафонова Т.Ю. Биржевая торговля производными финансовыми инструментами. –М.: Дело, 2000; Рубцов Б.Б. Современные фондовые рынки. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2008.

<sup>47</sup> Шохазамий Ш. Концептуальный подход к системному исследованию и развитию рынков финансов и ценных бумаг// Общественные науки в Узбекистане. -2005, №1-2; Толипов К. Наша система опирается на внутренние источники финансирования// Экономическое обозрение. -2008, №9; Шохазамий Ш. Рынки финансовые и ценных бумаг. – Т.:ТФИ, 2003; Анкудинов Д. Интерес инвесторов будет расти// Экономическое обозрение. -2008, №9; Бутиков И.Л. Банки в регулировании деятельности фондового рынка Республики Узбекистан// Деньги и кредит. -2009, №2; Ахмедходжаев И. Элемент везения тоже есть// Экономическое обозрение. -2008, №9; Абдукадыров А. Опыт работы коммерческих банков на рынке государственных краткосрочных облигаций// Рынок ценных бумаг.-2001, №8; Котов В., Хамидуллин М. Рынок капитала Узбекистана: вчера, сегодня и завтра. –Молия, 2002; Муминов С. Интеграция Узбекистана в международный фондовый рынок: экономико-правовые аспекты: Автореф. дис....канд.экон.наук.-Т., 2004; Назаров Ю. Правовые аспекты обращения ценных бумаг в гражданском обороте.-Т.: Хужалик ва хукук, - 2004, №7; Султанова Л. Западные теории о функционировании рынка ценных бумаг//Рынок, деньги и кредит. -1997, №4.

финансовом рынке. Основные направления привлечения инвестиций на фондовом рынке изучались такими экономистами как А. Вахабов, Ф. Додиев, Н. Джумаев, Н. Каримов, А. Ли, Ф. Мирзаев, Н. Хайдаров, Д. Гоziбеков, Ф. Хамидова, Т. Ядгаров, Н. Кадыров и Н.Хусанов<sup>48</sup>. В то же время основное внимание этих ученых уделяется использованию традиционных инструментов рынка ценных бумаг - акций и облигаций. Однако нетрадиционные инструменты, т. е. производные, на практике не изучались. Актуальность проблемы, недостаточная научная разработанность отдельных ее сторон и большая практическая значимость определили выбор темы, целей и задач диссертационного исследования.

**Связь темы диссертации с научно-исследовательскими работами высшего учебного заведения, где выполнена диссертация.**

Диссертационное исследование выполнено в рамках научно-исследовательского направления «Вопросы инновационного развития национальной экономики в условиях интеграции в мировую экономику» в соответствии с планом научно-исследовательских работ Университета мировой экономики и дипломатии.

**Цель исследования.** Разработка научно-практических предложений о возможностях использования финансовых инструментов, в том числе деривативов, на рынке ценных бумаг Узбекистана.

**Задачи исследования:**

изучение роли производных в формировании потоков капитала;

Изучить особенности эффективного использования деривативов на Нью-Йоркской, Лондонской и Токийской фондовых биржах;

модель эконометрического анализа и прогнозирования на основе показателей, оценивающих эффективность зарубежных фондовых рынков;

изучить особенности использования финансовых инструментов на рынке ценных бумаг в Узбекистане;

изучение возможных деривативов и перспективы их применения на рынке ценных бумаг Узбекистана;

определение перспектив развития рынка ценных бумаг в Узбекистане.

---

<sup>48</sup> Вахабов А.В., Хажибакиев Ш.Х., Муминов Н.Г. Хорижий инвестициялар. – Т.: Молия, 2010. – 329 б.; Бутиков И.Л. Рынок ценных бумаг Узбекистана: проблемы формирования и развития. – Ташкент: Консадитинформ, 2008.; Хамидулин М.Б. Развитие финансового механизма корпоративного управления. –Т.: Молия, 2008. – 204 с.; Котов В.А. Организация рынка ценных бумаг. – Т.: Молия, 2007. – 23 с.; Гоziбеков Д.Ф. Инвестицияларни молиялаштириш муаммолари. И.ф.д. илмий даражасини олиш учун ёзилган дисс. автореф. – Тошкент, 2002. – 41 б.; Мирзаев Ф.И. Молия бозори операциялари рискларини баҳолаш усуллари (кимматли қоғозлар мисолида): Дисс. автореферати. и.ф.н. – Тошкент, 2002. – 22 с.; Хайдаров Н.Х. Иқтисодий эркинлаштириш шароитида қорхоналар инвестицион фаолиятидаги молия-солик муносабатларини такомиллаштириш масалалари: дисс. автореферати. и.ф.д. – Тошкент, 2003. – 29 б.; Жумаев Н.Х. Ўзбекистонда валюта муносабатларини тартибга солиш методологиясини такомиллаштириш: дисс. автореферати. и.ф.д. – Тошкент, 2008. – 37 б.; Каримов Н. Иқтисодий интеграциялашув шароитида инвестиция фаолиятини молиялаштиришнинг бозор механизмларини жорий этиш масалалари. – Т.: Фан ва технология, 2007.; Ли А.А. Международный опыт развития муниципальных ценных бумаг и его применение в условиях Узбекистана: автореферат дисс... к.э.н. – Ташкент, 2002. – 20 с.; Додиев Ф.У. Инвестицион фаолиятни молиявий рағбатлантириш: Дисс. автореферати. и.ф.н. – Тошкент, 1998. – 21 б.;Ақромов Х.М. Ўзбекистон Республикаси кимматли қоғозлар бозорининг ривожланишига макроиқтисодий сиёсатнинг таъсири: Дисс. автореферати. и.ф.н. – Тошкент, 2010. – 22 б.; Ядгаров Т.Д. Депозитарная система рынка корпоративных ценных бумаг и ее интеграция в международный рынок капитала: автореферат дисс.к.э.н. – Ташкент, 2008. – 20 с.; Хусанов Н.Ж. Развитие фондового рынка Республики Узбекистан на современном этапе // Материалы международной научно-практической конференции «Пятнадцатые международные Плехановские чтения». – М.: 2002. – С.116-118.

**Объектом исследования** являются финансовые инструменты доступные на территории Республики Узбекистан и на международном фондовом рынке, в том числе на срочном рынке.

**Предметом исследования** является международный опыт применения деривативов на рынке ценных бумаг, а также международные финансово-экономические отношения, возникающие в процессе определения основных методов оценки их эффективности.

**Методы исследования.** В диссертационном исследовании использованы такие методы, как теоретическое и практическое изучение, наблюдение, системный анализ, сравнительное сопоставление, корреляционный и регрессионный анализ, статистические и экономико-математические методы.

**Научная новизна исследования** заключается в следующем:

были определены условия для введения деривативов, чтобы расширить сферу операций на фондовом рынке Узбекистана и действовать в соответствии с международными требованиями и обосновать их эффективность на рынке капитала;

были разработаны предложения по расширению фондовых и внебиржевых операций посредством Road Show для регулирования преимуществ опционов на акции как инструмента фондовой биржи и регулирования уровня ликвидности на фондовом рынке;

были сформированы практические предложения по преимуществам использования производных форм, таких как американские опционы с низким уровнем риска, фьючерсные контракты и их применению на фондовом рынке Узбекистана;

были разработаны предложения по расширению коммерческой деятельности акционерных компаний за счет создания портфеля предприятий на основе уровня ликвидности акций и облигаций, внедрения практики IPO и SPO для предприятий, не котирующихся на бирже, и введения внебиржевой торговли.

**Практические результаты исследования.** Учитывая сущность эффективности деривативов на рынке ценных бумаг и особенностей развития в разных странах, практический результат исследования был определен следующим образом:

научно обоснована роль и значение деривативов в формировании потоков капитала и развитии рынка капитала;

изучены формы и эффективность финансовых инструментов, используемых на рынке ценных бумаг, и разработаны предложения по решению проблемы текущего состояния фондового рынка в Узбекистане и решению существующих проблем;

анализированы возможности Республиканской фондовой биржи «Ташкент» по расширению участия национальных предприятий и организаций в биржевой торговле, с практическими предложениями в этой области;

изучен механизм дальнейшего совершенствования практики IPO и предотвращения существующих недостатков, инициированный Республиканской фондовой биржей «Ташкент»;

аргументирована реализация опционов в контексте Узбекистана, как наиболее гибкая форма деривативов на рынке ценных бумаг, и будет привлекательным инструментом для инвесторов как в экономическом, так и в финансовом отношении;

анализированы и систематизированы перспективные направления и методы применения международного опыта эффективного использования финансовых инструментов в условиях Узбекистана.

**Достоверность результатов исследования.** Достоверность результатов исследования, основывается на сопоставительных и критических анализах научно-теоретических взглядов по поводу повышения конкурентоспособности экспорта выдающихся ученых-экономистов, изучении и обобщении передового зарубежного опыта, а также на анализе статистических и практических данных, официальных данных Государственного комитета по статистике Республики Узбекистан, Всемирного банка.

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

**Внедрение результатов исследования.** На основе научных результатов по оценке перспектив развития рынка ценных бумаг Узбекистана и применения производных финансовых инструментов были внедрены следующие положения диссертационной работы:

научные предложения о возможности использования нетрадиционных видов финансовых инструментов, таких как деривативы, для регулирования уровня риска и ликвидности акций и облигаций в контексте Узбекистана были использованы при оценке стоимости ценных бумаг на Ташкентской фондовой бирже. (Республиканская фондовая биржа «Ташкент» от 9 октября 2018 года №01/15-09-1550). Внедрение этих предложений оказало положительное влияние на улучшение финансовой среды рынка ценных бумаг и его интеграцию с международными фондовыми рынками;

предложения по улучшению функционирования фондового рынка, основанные на международном опыте эффективного использования финансовых инструментов, с учетом текущего состояния фондового рынка Узбекистана, были внесены Министерством инвестиций и внешней торговли Республики Узбекистан. (Справка №ШБ-05/05-1-7523 Государственного

инвестиционного комитета от 25 июля 2018 года). На основе разработанных предложений были использованы механизмы по оценке инвестиционного климата на фондовом рынке и определены эффективные способы финансирования инвестиционных проектов для рынка ценных бумаг;

в соответствии с Указом Президента Республики Узбекистан «О мерах по коренному совершенствованию системы управления государственными активами, антимонопольного регулирования и рынка капитала» от 14 января 2019 года Формула для определения эффективности использования финансового капитала используется для определения доходности акций различных предприятий (Справка брокерской компании «Portfolio Investments» при Республиканской фондовой бирже «Ташкент» №36 от 07 марта 2019 года). На основе аналитических данных и разработанных предложений по сравнительной оценке эффективности финансовых инструментов на фондовых рынках ликвидность была использована в качестве показателя, определяющего эффективность рынка ценных бумаг;

разработанная модель исходя из Указа Президента Республики Узбекистан от 19 апреля 2018 года «О создании Центра передовых технологий» была использована центром в реализации финансовых и экономических аспектов инновационных исследований (Справка Центра Передовых Технологий при Министерстве инновационного развития Республики Узбекистан №8/47 от 25 июля 2018 года). Применение модели и основных результатов диссертации, разработанных на основе регрессионного анализа, оказало положительное влияние на поддержку Центром молодых исследователей и ученых в реализации своих научных разработок.

**Апробация результатов исследования.** Результаты данного исследования обсуждены на 7 международных и 38 республиканских научно-практических конференциях.

**Опубликованные результаты исследования.** По теме диссертации опубликовано 69 научных работ, в том числе 1 монография, 2 учебных пособия, 10 статей в научных публикациях, рекомендованных к публикации основных научных результатов докторских диссертаций Высшей аттестационной комиссии Республики Узбекистан, 4 научных статьи в зарубежных журналах.

**Структура и объём диссертации.** Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка использованной литературы и приложения. Общий объём диссертации составляет 148 страниц.

## **ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ ДИССЕРТАЦИИ**

**Во введении** обоснованы актуальность темы, цель и задачи исследования, раскрыта степень изученности проблемы, объект и предмет, методы исследования, научная и практическая значимость, научная новизна полученных результатов и состояние их внедрения, а также степень опубликованности результатов анализа.

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

В западной литературе категория «финансовый рынок» включает в себя как рынок ценных бумаг, так и рынок банковских кредитов, а также перераспределение финансовых средств через государственные фонды. В работах таких учёных экономистов как Б.И.Алехин<sup>49</sup> и М.Ю.Алексеев<sup>50</sup> финансовый рынок рассматривается как совокупность рынка ценных бумаг и банковских ссуд. В классическом виде рынок ценных бумаг представляет совокупность экономических отношений по поводу выпуска и обращения ценных бумаг между его участниками. К.Д.Кэмбелл<sup>51</sup> и Э.Долан<sup>52</sup> указывают на наличие и функционирование совокупности каналов, осуществляющих эффективный переток капитала. Данный постулат обуславливает роль и место финансовых инструментов в международном движении капитала с точки зрения инвестирования.

Анализ данных, публикуемых международными финансовыми организациями, показывает, что значительные темпы роста рынков производных финансовых инструментов сохраняются уже на протяжении последнего десятилетия. Помимо быстрых темпов роста современный мировой рынок производных финансовых инструментов характеризуется огромными масштабами. Например, за 1993 год общий номинальный объём биржевых и внебиржевых рынков срочных инструментов вырос на 47% и составил более 12 трлн. долл. США, что превышало в два раза номинальный объём ВВП США. К концу 1996 года совокупный объём биржевых и внебиржевых рынков по условной номинальной стоимости составил уже 34 трлн. долл. США. К концу 2017 года данный показатель возрос больше, чем в три раза.<sup>53</sup>

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

<sup>49</sup> Алехин Б.И. Рынок ценных бумаг. Введение в фондовые операции. –Самара: СамВен. 1992

<sup>50</sup> Алексеев М.Ю. Рынок ценных бумаг.-М.: Финансы и статистика. 1992

<sup>51</sup> Кэмбелл К. Фондовый рынок: анализ, проблемы, решения: Пер.с англ.-В.: 2004

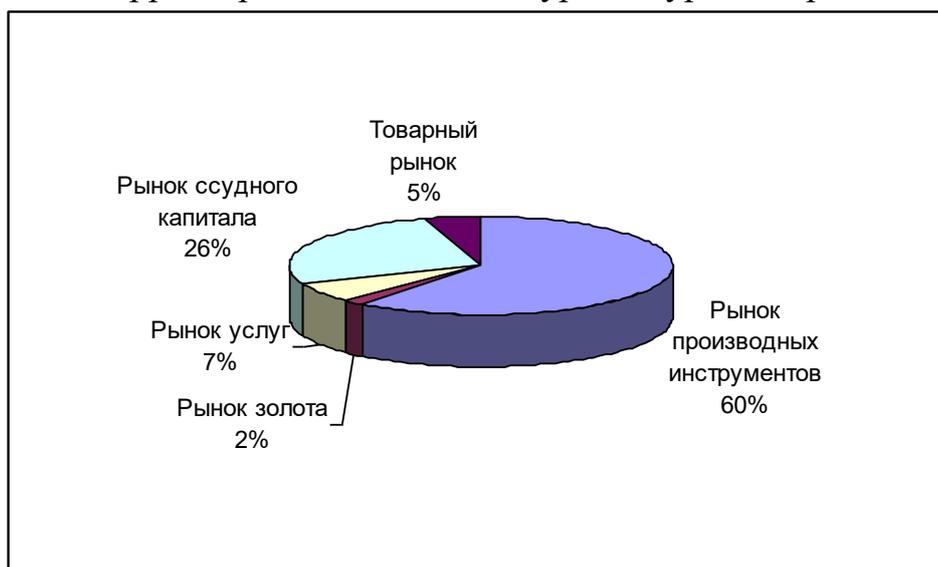
<sup>52</sup> Долан Э. Деньги, банковское дело и денежно-кредитная политика:Пер. с англ.-Л.: ТВИ. 2007

<sup>53</sup> По данным отчетов International Capital Markets: Developments, Prospects and Policy Issues. - Washington, IMF. за 1993-2018гг.

фондового рынка, обеспечивая динамичное движение капитала, обуславливает рост привлечения иностранных инвестиций в страну.

Львиную долю мировой капитализации в 67% обеспечивают всего три страны: США, Япония и Великобритания. На «семерку» крупнейших приходилось свыше 75% мировой капитализации. На сегодняшний день (по состоянию на 01.01.2018г.) общий объем мировой капитализации распределился между ведущими странами и странами Юго-восточной Азии. Как результат, валовый приток капитала в мировой экономике в 2017 году составил около 17,7 трлн. долл. США, 2008 году - 11,4 трлн. долл. США, в 2000 году - 7,5 трлн. долл. США, превысив в четыре раза аналогичный показатель 1990 года. При этом за аналогичный период времени показатель чистого движения капитала увеличился с 500 млрд. долл. США до 1,2 трлн. долл. США.<sup>54</sup> Немаловажное значение для развития процессов финансовой глобализации имело распространение среди инвесторов теории диверсификации вложений, согласно которой международный инвестор может эффективно управлять рисками путем распределения вложений по более широкому спектру активов.

В исследовании подтверждается необходимость дифференцированной оценки стоимости активов на международных финансовых рынках в связи с колебаниями относительно изменения валютных курсов (обратная зависимость корректировки обменного курса от уровня процентных ставок).



**Рисунок 1. Распределение мирового капитала.**

Источник: Составлено автором на основе BIS QR, International Banking and financial market developments, January 2017.

Вышеизложенный рисунок показывает, какую долю всего мирового капитала обладает рынок финансовых инструментов, детально производные финансовые инструменты.

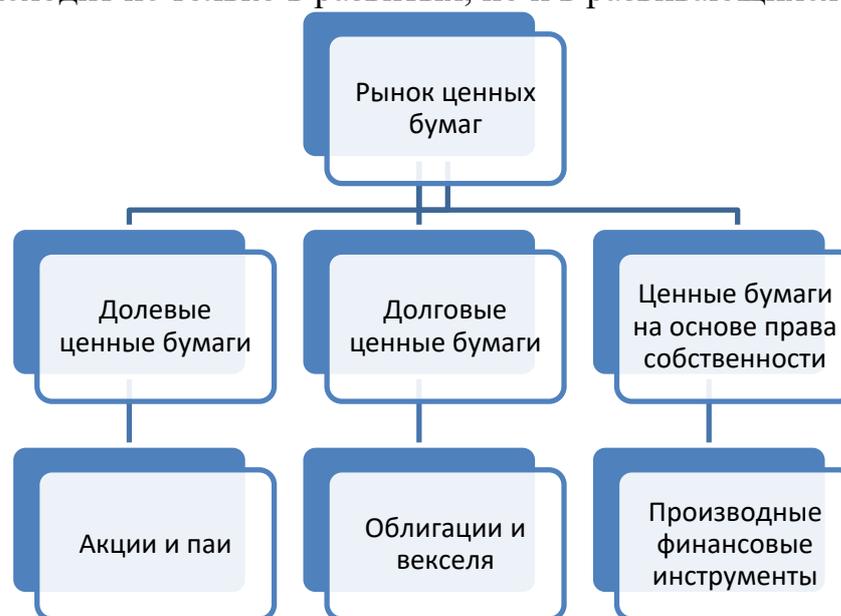
Модели оценки эффективности функционирования облигаций построены на таких показателях, как номинал облигации, сумма процента, выплачиваемая по облигации, ожидаемая норма валовой инвестиционной

<sup>54</sup> На основе Global Stock markets Factbook 2017.

прибыли по облигации и количество периодов до срока погашения облигации. Для оценки текущего уровня валовой инвестиционной прибыли по облигациям используется коэффициент ее текущей доходности.

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

Сегодня процесс формирования национальных и международных рынков финансовых инструментов еще не завершен: появляются новые инструменты и появляются новые рынки. Поэтому следует отметить, что этот процесс происходит не только в развитых, но и в развивающихся странах.

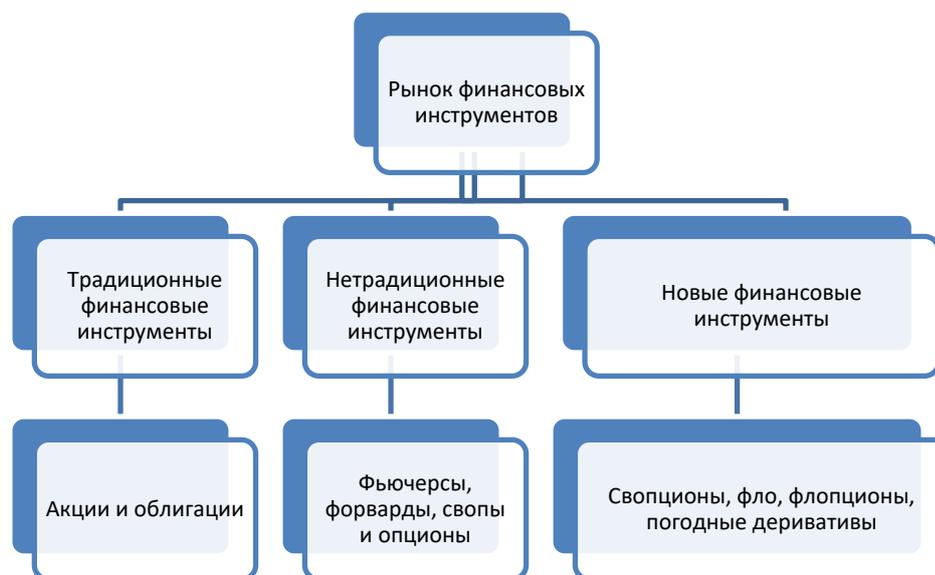


**Рисунок 2. Элементы рынка ценных бумаг.**<sup>55</sup>

Инструменты фондового рынка классифицируются двумя различными способами. В первом случае акции классифицируются по классификации, а долговые ценные бумаги и производные финансовые инструменты составляют рынок ценных бумаг (Рисунок 2).

Согласно зарубежной литературе, рынок акций и облигаций является частью традиционных финансовых инструментов, а основную часть рынка ценных бумаг занимает рынок деривативов (Рисунок 3). Финансовый инструмент - это контракт, который приводит к возникновению финансового актива в одной компании и одновременно к финансовому обязательству или долевному инструменту. Финансовые инструменты включают первичные инструменты (денежные средства, дебиторскую задолженность клиентов за поставленные товары, кредиторскую задолженность, акции, приобретенные у других организаций, полученные и выданные займы, акции, векселя и облигации) и производные инструменты.

<sup>55</sup> Составлено автором на основе Шохазамий Ш.Ш. Финансовый рынок и ценные бумаги. Книга II. –Ташкент. - Iqtisod-moliya, 2005, Никифорова В.Д. Рынок ценных бумаг. – Санкт-Петербург. СПбГУЭФ, 2010.



**Рисунок 3. Классификация инструментов на рынке ценных бумаг.<sup>56</sup>**

Сравнение производной стоимости производного инструмента с его текущими рыночными котировками (или ожидаемой доходностью валовой инвестиционной прибыли) является важным критерием для принятия управленческими решениями любых финансовых вложений во время мирового финансово-экономического кризиса. Тем не менее, другие факторы также могут быть приняты во внимание при принятии таких управленческих решений. Примеры включают выпуск ценных бумаг, к какому сектору или региону принадлежит эмитент, степень активности конкретного инструмента финансовых инвестиций на рынке и т.д.

Сравнительная эффективность производных финансовых инструментов основана на их рентабельности и эффективности. Прежде всего, такие критерии возникают как прибыльность, риск и ликвидность. Рентабельность определяет прибыльность, различные неопределенности несут риск, а способность активов выводить деньги связана с ликвидностью. Развитие фундаментального и технического анализа дает оценку эффективности финансовых инструментов.

Как видно из приведенной выше таблицы, капитализация мирового фондового рынка увеличилась в 33,2 раза с 1980 по 2015 год. Это может объясняться ростом операций на фондовом рынке и увеличением стоимости акций. Кроме того, исчезает различие между внутренними и международными ценными бумагами, в результате чего создаются более благоприятные условия для более широкого использования финансовых инструментов на фондовых биржах.

<sup>56</sup> Составлено автором на основе Халл Джон С. Фьючерсы, опционы и другие производные: четвертое издание. Вашингтон. Prentice-Hall Inc., 2000.

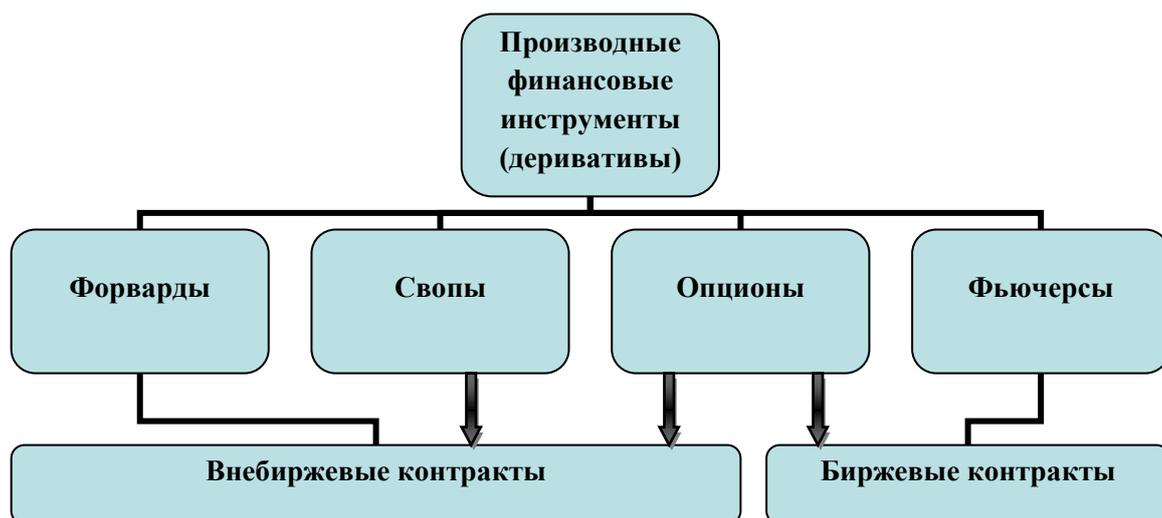
**Таблица 1.**

**Капитализация мировых рынков акций (млрд.долл.)<sup>57</sup>**

Страна	1980	1985	1990	1995	2000	2005	2010	2015	Соотношение 1980 и 2015 гг.
Великобритания	205	328	849	1408	2577	3058	7014	9902	48.3
Германия	72	184	355	577	1270	1221	3490	4329	60.1
Италия	25	59	149	210	768	798	880	889	35.5
США	1448	2325	3059	6858	15104	17001	34502	55600	38.3
Франция	55	79	314	522	1447	1713	3354	4400	80
Япония	380	979	2918	3667	3157	4573	6544	7921	20.8
<b>Развитые рынки</b>	<b>2546</b>	<b>4490</b>	<b>8809</b>	<b>15878</b>	<b>29631</b>	<b>36460</b>	<b>55784</b>	<b>88900</b>	34.9
Бразилия	9	43	16	148	226	475	668	566	62.8
Индия	8	14	39	127	148	553	877	906	113.2
Китай				42	591	402	569	620	14.7
Корея	4	7	111	182	148	718	988	1208	302
Мексика	13	4	33	91	125	239	557	600	46.1
Россия				16	41	531	599	721	45.1
Саудовская Аравия				41	68	646	874	880	21.4
ЮАР		55	138	281	204	549	590		10.7
<b>Развивающиеся рынки</b>	<b>79</b>	<b>178</b>	<b>589</b>	<b>1905</b>	<b>2475</b>	<b>6472</b>	<b>8965</b>	<b>9880</b>	<b>125.1</b>
<b>Весь мир</b>	<b>2728</b>	<b>4668</b>	<b>9398</b>	<b>17782</b>	<b>32105</b>	<b>42932</b>	<b>64749</b>	<b>90443</b>	<b>33.2</b>

Резкий рост капитализации фондовых рынков развитых стран в этот период обусловлен широким распространением традиционной практики биржевой торговли и хеджирования посредством различных производных финансовых инструментов. Основными производными являются производные в форме фьючерсов, форвардов, свопов и опционов.

<sup>57</sup> Global Stock Markets Factbook 2015, Emerging Stock Markets Review. December 2015. Примечание. Данные по капитализации публикуются за пятилетний период. Данные после 2015 года будут опубликованы за 2020 год.



**Рисунок 4. Классификация по реализации и оформлению деривативов.<sup>58</sup>**

Согласно классификации, показанной на рисунке 4, форвардные контракты отражаются в платежном балансе по их балансовой стоимости. Они представляют собой разницу между ценой контракта и рыночной ценой в конце транзакции. Форвардные контракты заключаются на основе взаимных обязательств обеих сторон, но осуществляются без рецепта. Форвардные контракты не применяются в Узбекистане.

Операции своп на фондовом рынке осуществляются на основе обмена обязательствами между двумя сторонами. Если одна сторона выплачивает проценты (5%, 5%, 5%, 5%, 5%) по финансовому активу (например, определенному периоду) за определенный период (5 лет), другая сторона, в свою очередь, платит темпы прироста актива (2%, 8%, 12%, 3%, 1%). Операции своп на Узбекской фондовой бирже не практикуются, но коммерческие банки проводят валютные свопы. Коммерческие банки могут проводить свопы в долларах США, британских фунтах, японских иенах, евро, швейцарских франках.

Опцион может быть определен как право, а не обязательство купить (продать опцион) или продать опцион (например, акцию) в опционе (например, ценные бумаги) в обмен на фиксированный период времени.

Покупатель опциона платит продавцу определенную сумму (премию) в обмен на такое право. Ранее опционы назывались премиальными, льготными сделками, гарантией убытков, повышением и снижением затрат. Опционы на товарных биржах могут заключаться по товарным и фьючерсным контрактам. Однако Республиканская фондовая биржа «Ташкент» не имеет опциона. Опцион на акции - это внебиржевой и внебиржевой инструмент. Опцион на акции - это сделка на биржевые товары, зарегистрированная биржей и заключенная на бирже в результате биржевых торгов.

Объектом исследования являются показатели спроса и предложения ценных бумаг на фондовых рынках, динамика курсов валют и показатели

<sup>58</sup> Составлено автором.

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

Основная формула для расчета эффективности финансовых инвестиций имеет следующий вид:

$$E_f = C - I_0 / I_0 \quad (1)^{59}$$

где  $E_f$  - эффективность инвестирования в ценную бумагу;

$C$  - текущая (дисконтированная) стоимость ценной бумаги;

$I_0$  - сумма инвестируемых средств.

Эта формула используется для определения доходности любых ценных бумаг. То же самое относится и к традиционным и производным финансовым инструментам. Однако проблема может быть связана с правильным прогнозом возврата инвестиций. В связи с этим включение коэффициента предсказуемости в формулу полезно для анализа и оценки.

$$E_f = (C - I_0) / I_0 + \varepsilon \quad (2)^{60}$$

В этом случае  $\varepsilon$  представляет ошибку в прогнозировании доходов.

При оценке эффективности производных инструментов на фондовом рынке чистый доход представляет собой разницу между стоимостью получения производного финансового инструмента и его текущей стоимостью. Общая сумма ожидаемой доходности инвестиций в ценные бумаги не включает амортизационные отчисления, такие как инвестиции в реальные активы. Существующие признаки формируют денежные потоки для различных типов производных акций.

В зарубежной практике ставка дисконтирования, используемая для оценки приведенной стоимости деривативов, соответствует моделям основных фондов. На основе этой модели текущая доходность по конкретному финансовому инструменту рассчитывается как сумма премии за риск (премии) и текущей нормы прибыли на безрисковый финансовый капитал. Одним из способов оценки эффективности рынка ценных бумаг является определение уровня ликвидности.

$$LA = \frac{N_{bid} \times N_{ask}}{\left(\frac{P_{ask}}{P_{bid}} - 1\right)^2} \quad (3)$$

Где:

$LA$ - совокупный индекс ликвидности ценных бумаг;

$N_{bid}$ - количество заказов на покупку, шт;

$N_{ask}$  - количество заказов на продажу, шт;

<sup>59</sup> Шарп У. Инвестиции: пер.с англ. М.: Альпина, 2004.

<sup>60</sup> Предложено автором.

$P_{bid}$  - средняя цена покупки ценных бумаг, сум;

$P_{ask}$  - Средняя цена продажи ценных бумаг, сум.<sup>61</sup>

При сравнительном анализе деривативов со спецификой и целями фондового рынка в Узбекистане желательно использовать среднюю доходность капитала, а не текущую норму прибыли на безрисковые инвестиции.

Вторая глава диссертации «**Мировые фондовые рынки: международный опыт использования финансовых инструментов**» посвящена изучению опыта зарубежных стран и выявлению основных направлений функционирования мировых фондовых бирж в условиях глобализации и анализу последствий мирового финансово-экономического кризиса 2008 года.

Фондовый рынок в современном понимании сформировался в конце XVI в. в связи с усилением эмиссионной активности государства и появлением акционерных компаний. Предшественниками современных фондовых рынков были средневековые вексельные ярмарки и постоянные вексельные рынки, время от времени возникавшие и исчезающие в XIII-XIV вв. С торговлей векселями связано появление первых профессиональных участников рынка ценных бумаг и первых бирж, на которых совершались сделки и с товарами, и с векселями. Первыми биржами, на которых производились операции с ценными бумагами, считаются созданные в XVI в. учреждения в Антверпене (1531 г.) и Лионе. В силу различных обстоятельств эти биржи прекратили существование во второй половине XVI в.<sup>62</sup>

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

**Таблица 2.**

**Структура рынка облигаций на конец 2017г.<sup>63</sup>**

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

Современное состояние мировых фондовых бирж свидетельствует о преобладающем объеме операций с государственными облигациями (табл.2).

<sup>61</sup> Лифлянд А Century Of Stocks And Bonds. The Securities Of Imperial Russia. Век акций, рент и облигаций. Ценные бумаги Российской империи / Лифлянд, Петров. - М.: IP Media, 2014. - 400 с.

<sup>62</sup> Spray D.E. The Principal Stock Exchanges of the World. Their Operations, Structure and Development. Washington, 1964.

<sup>63</sup> Рассчитано автором. Rajan R.G. The Great Reversals. [www.oecd.org/eco/eco](http://www.oecd.org/eco/eco).

В истории становления фондовых бирж особую роль играло появление на них операций с облигациями. Относительно низкие риски дают возможность расширению использования данного финансового инструмента на мировых фондовых рынках. К 2017 г. Япония занимает второе место по объему операций с облигациями на рынке ценных бумаг. Именно ориентирование на государственный долг помогло избежать потерь при финансовой нестабильности.

Политика либерализации экономики создала в свое время предпосылки для взаимодействия и интеграции национальных фондовых рынков, расширения масштабов операций на них, перемещения частных капиталов между странами. Положительную динамику интернационализации мировых фондовых рынков раскрывают данные о соотношении международных операций с акциями и облигациями (табл. 3).

**Таблица 3.**  
**Международные операции с акциями и облигациями (в % от ВВП)<sup>64</sup>**

Страна	Годы										
	1975-1981	1982-1992	1993-2003	2004	2005	2006	2007	2008	2010	2015	2017
США	5,9	43,2	108,7	132,6	156,2	207,9	222,8	178,9	187,1	220,1	239,9
Япония	2,8	73	84,3	64,8	79,5	95,4	90,6	85,1	77,3	78,2	80,1
Германия	6,9	32,3	102,5	167,3	195,8	256,3	328,9	334,3	330,2	320,9	356,1

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

В диссертации был проведен регрессионный анализ на основе статистических данных трех основных мировых фондовых бирж, и была разработана эконометрическая модель. С появлением новых производных инструментов на фондовых рынках США, Нью-Йоркская фондовая биржа начала использовать производные инструменты, такие как опционы и фьючерсы. В настоящее время эконометрический анализ (корреляция, дисперсия, регрессия) показывает, что уровень ВВП сильно зависит от финансовых инструментов, таких как опционы и обыкновенные акции, используемые на Нью-Йоркской фондовой бирже.

Модель, основанная на эконометрическом анализе, выглядит следующим образом:

$$Y = 0,23X_1 + 0,04X_2 + E \quad (4)$$

Эта модель поможет определить, какие финансовые инструменты используются для влияния на капитализацию государственного фондового рынка.

<sup>64</sup> Bank for International Settlements- 84<sup>th</sup> annual Report.Basle,2017.

В результате анализа фондового рынка Великобритании модель выглядит следующим образом:

$$Y=0,9+0,005X2+0,002X6+E \quad (5)$$

В то же время уровень капитализации и существенная корреляция между другими предикторами зависят от количества открытых инвестиционных фондов в Великобритании. Это означает, что для развития экономики необходимо стимулировать развитие и расширение инвестиционных фондов в системе функционирования рынка ценных бумаг.

В отличие от двух вышеупомянутых фондовых бирж анализ эффективных производных инструментов на Токийской фондовой бирже показал, что производные государственные облигации, которые служат единственным фактором, влияющим на развитие фондового рынка. Из-за доминирующей роли правительства в Японии, только правительство регулирует доходность фондового рынка в стране. Модель выглядит следующим образом:

$$Y=0,0455+0,02X4+ E \quad (6)$$

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

В условиях мирового кризиса 2008 года консолидации на национальном уровне для активного участия в глобальной конкурентной борьбе было недостаточно. Фондовые биржи были вынуждены выходить на рынки других стран, чтобы расширить поле своей деятельности и диверсифицировать ее.

В третьей главе «Анализ рынка ценных бумаг Узбекистана и методы использования финансовых инструментов» рассмотрены особенности функционирования фондового рынка Узбекистана и возможности использования нетрадиционных финансовых инструментов с учетом национальных особенностей.

В настоящее время большая часть финансовых активов в развитых странах приходится на ценные бумаги<sup>65</sup>. На сегодняшний день принят ряд законов и нормативных актов, регулирующих фондовый рынок Республики Узбекистан. Принятые законы вступают в силу с новой редакцией. Например, 3 июня 2015 года в Закон о рынке ценных бумаг были внесены изменения, в Закон «Об акционерных обществах и защите прав акционеров» были внесены изменения в 2009–2015 годах<sup>66</sup>. Новая редакция Закона «Об биржах и

<sup>65</sup> Материалы 43-го заседания Совета управляющих Азиатского банка развития // Публичное выступление - Ташкент. 04.05.2010.

<sup>66</sup> Закон Республики Узбекистан «О рынке ценных бумаг» № 387. 3.06.2015 г. Сборник законов Республики Узбекистан, 2015, № 22.

биржевой деятельности» была принята 12 сентября 2014 года<sup>67</sup>. Решение «Об организации деятельности Агентства по развитию рынка капитала Республики Узбекистан» приняло новый поворот в регулировании рынка ценных бумаг Узбекистана<sup>68</sup>.

Динамика биржевого оборота за последнее десятилетие показывает, что в 2006-2016 годах наблюдается оживление рынка и активизация участников фондового рынка, что свидетельствует о том, что финансовые инструменты функционируют на должном уровне. Если в 2003-2005 годах годовые обороты фондовой биржи колебались в пределах 35-42 млрд. сумов, то в 2006 году данный показатель впервые превысил отметку в 100 млрд. сумов. К 2017 году данный показатель составил 340 млрд. сумов. Стабильно преобладает доля оборота вторичного рынка, который является важным фактором развития фондового рынка.<sup>69</sup>

С 2015 года из-за изменений в законодательстве на фондовой бирже был реформирован рынок ценных бумаг, а инвестиционные посредники и депозитарная деятельность были объединены, чтобы сэкономить время и деньги инвесторов.

Стоимость акций, выпущенных на 1 января 2017 года составляет 17,9 трлн. сумов. По состоянию на 01.01.16 г. Данный показатель был на уровне 12,3 трлн. сумов, что на 3,8 трлн. сумов больше чем в 2015 году. Акции могут быть проданы как на бирже, так и вне биржи. По состоянию на 1 марта 2015 года биржевые и внебиржевые операции составили 8,90 млрд. сумов. (4331 сделка), из которых 8,59 млрд. сумов (3920 сделок) были проданы на бирже, а 314,23 млн. сумов (111 сделок) было проведено вне биржи. В этот период сделок с облигациями не было. В феврале были заключены сделки с акциями 55 акционерных обществ с 3920 листинговыми компаниями.

Как видно из таблицы, наибольший объем торгов в феврале принадлежит банковскому сектору, составив 5,59 млрд. сумов, что составляет 65,1% от общего объема биржевой торговли. Далее идет строительный сектор. Основной причиной этого является тот факт, что Кызылкумцемент выплатил 49,79 млрд. сумов в 2017 году и 338,77 млрд. в 2018 году, соответственно.

Трудно определить, были ли по какой-то причине реализованы решения участников фондового рынка, цены на акции и слияния различных организаций. Поэтому сегодня невозможно разработать эконометрическую модель, используя данные и показатели, относящиеся к фондовой бирже, и определить, какие производные инструменты можно использовать на фондовом рынке.

#### **Таблица 4.** **Объем биржевых сделок за февраль 2019 года<sup>70</sup>**

<sup>67</sup> Закон Республики Узбекистан «Об обменах и биржевой деятельности» 12.09.2014 г. Сборник законов Республики Узбекистан, 2014, № 38

<sup>68</sup> Закон Республики Узбекистан «Об обменах и биржевой деятельности» 12.09.2014 г. Сборник законов Республики Узбекистан, 2014, № 38

<sup>69</sup> Информационный бюллетень от 01.04.2018. Республиканская фондовая биржа «Тошкент»

<sup>70</sup> Составлено автором на основании данных рынка капитала РФБ «Ташкент» по состоянию на 01.03.2019.

Сектор	Количество сделок	Доля(%)	Объем торговли (млн. сум)	Доля(%)
Банк	970	24,74	5 591,29	65,10
Строительство	1171	29,87	1 654,31	19,26
Нефть и газ	849	21,66	421,99	4,91
Горная металлургия	328	8,37	286,38	3,33
Производство стекла	320	8,16	223,35	2,60
Химическая промышленность	36	0,92	142,18	1,66
Финансы	34	0,87	124,90	1,45
Торговля	134	3,42	63,29	0,74
Вино	5	0,13	44,58	0,52
Кабель	8	0,20	21,40	0,25
Прочие	65	1,66	15,40	0,18
<b>Всего</b>	<b>3 920</b>	<b>100,00</b>	<b>8 589,06</b>	<b>100,00</b>

Однако, основываясь на высокой волатильности акций и изменениях во вновь принятом законе, можно сказать, что наиболее привлекательным вариантом для инвестора является этот вариант. Решение и право покупать или продавать принимаются по рыночной цене.

Все действующие акционерные банки республики, зарегистрировавшие выпуски своих акций в депозитариях Республики Узбекистан, по признаку величины эмиссии акций можно разделить на три группы: крупные – с объемом эмиссии акций на сумму свыше 10 млрд. сумов, средние – с объемом эмиссии акций на сумму от 3 до 10 млрд. сумов и малые – с объемом эмиссии до 3 млрд. сумов.<sup>71</sup>

По состоянию на 1 января 2018 г. на 16 крупных банков приходится 90,6% всей эмиссии акций по номинальной стоимости, на 8 средних банков – 8,5% и на 3 малых банка – только 0,9% эмиссии.<sup>72</sup>

Сегодня существует ряд проблем и трудностей, связанных с деятельностью фондового рынка:

- небольшой объем операций на рынке ценных бумаг;
- недостаточные виды финансовых инструментов на рынке ценных бумаг;
- низкая привлекательность фондового рынка для инвесторов;
- высокая доля государства в капитале предприятий-участников рынка ценных бумаг;
- неприменение деривативов в биржевых операциях;
- отсутствие механизма управления рисками;
- недостаток высококвалифицированных специалистов на фондовом рынке;

<sup>71</sup> Бутиков И.Л. «Банки в регулировании деятельности фондового рынка Республики Узбекистан». Деньги и кредит. №2. 2009.

<sup>72</sup> Информационный бюллетень от 01.04.2018. Республиканская фондовая биржа «Тошкент».

низкий уровень интеграции на республиканской фондовой бирже "Ташкент".

Вышеуказанные проблемы снижают эффективность рынка ценных бумаг и интерес инвесторов к рынку. Поскольку основными игроками на фондовом рынке являются коммерческие банки, их деятельность по торговле ценными бумагами обеспечивает высокий оборот.

Принимая во внимание текущее состояние рынка ценных бумаг Узбекистана, важно отметить, что необходимо адаптировать методы фундаментального анализа к деятельности Национальной фондовой биржи и разработать соответствующие исследования проблем, возникающих в этом процессе. Чтобы привлечь финансовые ресурсы на новые фондовые биржи, необходимо ознакомиться с акциями предприятий и организаций, которые торгуются на них. Этому может способствовать практика IPO, то есть первичное размещение акций.

В соответствии с постановлением Кабинета Министров Республики Узбекистан от 10 мая 2017 года с 5 декабря 2017 года по 3 апреля 2018 года было разрешено приобретать акции Кварца (расположен в Куvasай, Ферганская область). В результате 54% акций стоили 7,5 млрд долларов. суммы были проданы. Инвесторы, участвующие в IPO, были очень прибыльными, но потеряли 46% акций.

Для расширения РФБ «Ташкент» необходимо возобновить операции РЕПО. Сделки РЕПО являются популярным способом заимствования денег путем обеспечения ценных бумаг. Принадлежащие клиенту ценные бумаги могут быть использованы не только как источник дохода, но и как эффективный инструмент для немедленного снятия кредита.

С 2004 года соглашения РЕПО широко применяются. Однако эти операции были прекращены после сотрудничества с РФБ «Тошкент» и Корейской фондовой биржей. Согласно национальному законодательству, операции репо осуществляются в два этапа: продажа и выкуп акций. В корейской системе брокер берет на себя ответственность, и соглашение о репо заключается в один шаг. В связи с этим, эти типы транзакций в настоящее время не осуществляются, поскольку существуют диспропорции в проведении операций РЕПО.

Еще одним перспективным направлением развития рынка капитала Узбекистана является его доступ к торговым площадкам на мировых биржах. В качестве первого шага в этом отношении Узбекистан предоставит Лондонской фондовой бирже 1 миллиард долларов США. Размещение долларов США в еврооблигациях. Эти облигации будут размещены двумя траншами: 500 миллионов долларов в 2024 и 2029 годах. В долларах США Доходность пятилетних ценных бумаг составляет 4,7%, а 10-летних - 5,3%.

**Таблица 5.**

### Основные участники размещения еврооблигаций<sup>73</sup>

Гранш	Доходность (%)	Инвесторы Великобритании (%)	Инвесторы США (%)	Инвесторы Европы (%)	Инвесторы Азии (%)
2024	4,7	39	23	6	6
2029	5,3	32	31	10	10

Эта практика пользовалась повышенным спросом на Лондонской фондовой бирже и получила 150 запросов от институциональных инвесторов. Основными инвесторами были управляющие фонды (75% и 78%), страховые компании и пенсионные фонды (20% и 16%) и банки (5% и 6%). Основные моменты этого размещения:

Узбекистан добился своего первого выхода на международный рынок благодаря успешной сделке;

использование современных методов оценки ценных бумаг с помощью инвесторов и повышение их рейтинга;

выпуск и размещение облигаций другими государственными предприятиями и организациями в Узбекистане;

в 2019 году впервые в Содружестве Независимых Государств произошло размещение независимых облигаций.

Наличие торгуемых акций на рынке капитала позволяет компании оценить ее стоимость, которая может быть использована в качестве инструмента для оценки эффективности работы менеджеров по слияниям и поглощениям (M & A). Акционеры Компании могут продать большую часть или часть своих акций, а также извлечь выгоду из ожидаемой будущей прибыли компании. Указанные изменения на рынке ценных бумаг, несомненно, определяют его дальнейшее развитие и перспективы.

### ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В соответствии с поставленными задачами были сделаны следующие выводы:

в настоящее время, развитие рынка ценных бумаг во многом определяется ходом реализации программ разгосударствления и приватизации;

принятие закона об ипотечном кредитовании, является предпосылкой к использованию новых видов ЦБ;

инфраструктура рынка ценных бумаг сформирована: осуществляют свою деятельность брокерские, депозитарные, консалтинговые, оценочные организации;

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

<sup>73</sup> Составлено автором на основе информации РФБ “Тошкент”.

Разработан ряд предложений по механизму использования финансовых инструментов для повышения эффективности рынка ценных бумаг в Узбекистане:

1. Необходимо провести ряд реформ и дополнений в законодательство рынка ценных бумаг. В настоящее время направления, установленные законом об биржевой деятельности, реализуются не на бирже, а на бирже. Кроме того, в соответствии с корейской системой следует проводить двухступенчатый процесс операций репо.

2. Эффективное использование финансовых инструментов, в том числе деривативов, для улучшения функционирования рынка ценных бумаг. В зависимости от концепции развития вторичного фондового рынка в Республике Узбекистан на 2017-2018 годы, механизма привлечения юридических и физических лиц на фондовый рынок и регулирования ликвидности акций и облигаций. Расширение внебиржевых операций через Road Show.

3. Сравнительный анализ, основанный на эконометрической модели случая диссертации, показывает, что это производный вариант, который может быть использован в Узбекистане. Сегодня необходимо дать права, а не обязанности, привлекать инвесторов на биржу. Это должно быть сделано только через опционные контракты. Используйте производные формы, такие как американские опционы с низким уровнем риска, фьючерсные контракты.

4. Необходимо применить на практике механизм слияния узбекской фондовой биржи и валютной биржи. Этот эксперимент был осуществлен Российской Федерацией в 2011 году и Республикой Казахстан в 2017 году. Учитывая, что валютные риски можно хеджировать с помощью деривативов, это предложение, безусловно, является позитивным. Также желательно создавать хедж-фонды в этой области.

5. Широкое использование практики IPO (IPO) на национальном фондовом рынке. Первое IPO было проведено ОАО «Кварц» и достигло положительного результата. Расширение коммерческой деятельности акционерных обществ путем создания портфеля предприятий, повышения эффективности финансового капитала на фондовом рынке Узбекистана и внедрения практики IPO и SPO для предприятий, не зарегистрированных на фондовой бирже, посредством внебиржевой торговли акциями.

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

**SCIENTIFIC COUNCIL AWARDING OF THE SCIENTIFIC  
DEGREES DSc.27.06.2017.I.16.03 AT THE TASHKENT STATE  
UNIVERSITY OF ECONOMICS AND THE BANKING AND FINANCE  
ACADEMY OF THE REPUBLIC OF UZBEKISTAN**

---

**BANKING AND FINANCE ACADEMY OF THE REPUBLIC OF  
UZBEKISTAN**

**BAKOEVA GULBAKHOR MATYAKUBOVNA**

**PERSPECTIVES OF DERIVATIVES' IMPLEMENTATION IN  
DEVELOPMENT OF SECURITIES MARKET OF UZBEKISTAN**

**08.00.07 – Finance, money circulation and credit**

**ABSTRACT  
of PhD dissertation on economic sciences**

**TASHKENT – 2019**

**The theme of the doctoral dissertation (PhD) was registered under number B2018.1.PhD/Iqt473 in the Supreme Attestation Commission at the Cabinet of Ministers of the Republic of Uzbekistan.**

The doctoral dissertation has been prepared in the Banking and Finance Academy of the Republic of Uzbekistan.

The abstract of dissertation is posted in three languages (Uzbek, Russian, and English (synopsis)) on the website and on the website «ZiyoNet» information and educational portal ([www.ziyo.net](http://www.ziyo.net)).

**Scientific supervisor:** **Bekmuradov Adkham Sharipovich**  
Doctor of Economic Sciences, Professor

**Official reviewers:** **Abdullaeva Sharbat Zulpikarovna**  
Doctor of Economic Sciences, Professor

**Khudaykulov Khurshid Hurrarovich**  
PhD, Doctor of Economics

**Leading organization:** **The Academy of public administration under the President of the Republic of Uzbekistan**

The defense of the dissertation will take place on \_\_\_\_\_ «\_\_\_», 2019 at \_\_\_\_\_ at the meeting of the Scientific Council № DSc27.06.2017.I.16.03 at the Tashkent state university of economics and the Banking and Finance Academy of the Republic of Uzbekistan. (Address: 100003, Tashkent city, Islam Karimov street, 49. Tel.: (+998 71) 239-28-72; fax: (+99871) 239-43-51, e-mail: [tsue@tsue.uz](mailto:tsue@tsue.uz)).

The dissertation of doctor of philosophy can be reviewed at the Information resource center of the Tashkent state university of economics (registered under number \_\_\_\_\_). (Address: 100003, Tashkent city, Islam Karimov street, 49. Tel.: (+998 71) 239-28-72; fax: (+99871) 239-43-51, e-mail: [tsue@tsue.uz](mailto:tsue@tsue.uz)).

The abstract of dissertation sent out on «\_\_\_» \_\_\_\_\_ 2019.

(mailing report № \_\_\_\_\_ on «\_\_\_» \_\_\_\_\_ 2019).

**N.Makhmudov**

Vice chairman of the scientific council for Awarding scientific degrees, Doctor of Economic Sciences, Professor

**U.Gafurov**

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

**N. Jumaev**

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

## INTRODUCTION (abstract of PhD thesis)

**The aim of the research work** is development of scientific and practical proposals on the possibilities of using financial instruments, including derivatives in the securities market in Uzbekistan.

**The object of the research** is the market of financial instruments, including derivatives in the Republic of Uzbekistan and in the international stock market.

**The scientific novelty of the research is as follows:**

The conditions for the introduction of derivatives to expand the scope of operations in the stock market of Uzbekistan and to operate in line with international requirements have been identified and justified their effectiveness in the capital market;

the offer to expand stock and over-the-counter operations through Road Show to regulate the benefits of stock options as a stock exchange instrument and to regulate the level of liquidity in the stock market;

the benefits of using derivative forms such as low-risk American options, futures contracts, and practical proposals for their application in the stock market of Uzbekistan;

Proposals for expanding the commercial activities of stock companies through the creation of a portfolio of enterprises based on the level of liquidity of shares and bonds, the introduction of IPO and SPO practices for enterprises not listed on the stock exchange, and the introduction of off-stock trading.

**Implementation of research results.** Based on the scientific results of the evaluation of the prospects for the development of the securities market of Uzbekistan and the use of financial derivatives in it:

Scientific proposals on the possibility of using non-traditional types of financial instruments, such as derivatives, to regulate the level of risk and liquidity of shares and bonds in the context of Uzbekistan were used in the valuation of securities trading at the Tashkent Stock Exchange. (Republican Stock Exchange «Tashkent» dated October 9, 2018 №01 / 15-09-1550). The introduction of these proposals had a positive impact on improving the financial environment of the securities market and its integration with the international stock markets;

Proposals for improving the functioning of the stock market based on international experience in the effective use of financial instruments, taking into account the current state of the stock market of Uzbekistan, have been introduced by the Ministry of Investment and Foreign Trade of the Republic of Uzbekistan (the Ministry of Investment and Foreign Trade of the Republic of Uzbekistan dated July 25, 2018. Reference No. 1-7523). Implementation of these proposals has provided practical assistance in improving the investment climate of the Republic of Uzbekistan and identifying effective methods for financing investment projects aimed at the securities market;

In accordance with the Decree of the President of the Republic of Uzbekistan «On measures for radical improvement of the system of management of state assets, antimonopoly regulation and capital market» dated January 14, 2019 The formula for determining the efficiency of financial capital is used to determine the

profitability of the shares of different enterprises («Tashkent» Republican Stock Exchange, «Portfolio Investment» Brokerage Office dated March 07, 2019. Reference No.36). Based on the suggestions and analytical data provided by the Comparative Assessment of the Effectiveness of Financial Instruments on the Stock Markets, the liquidity index was used as a determining factor in the efficiency of the securities market;

the worked out Model was used for the introduction of new innovative researchs in financial and economic directions developed by the Center in accordance with the Decree of the President of the Republic of Uzbekistan dated April 19, 2018 «On the establishment of advanced technology center» (Center for Advanced Technology under the Ministry of Innovation Development dated July 25, 2012 No 8/47). Implementation of the model and the basic results of the thesis, developed on the basis of regression analysis, positively influenced the Center's support for the research activities of young researchers and young scientists.

**The structure and volume of the thesis.** The dissertation consists of an introduction, three chapters, a conclusion, a bibliography and appendices. The total volume of the thesis includes 148 pages.

**ЭЪЛОН ҚИЛИНГАН ИШЛАР РЎЙХАТИ**  
**СПИСОК ОПУБЛИКОВАННЫХ РАБОТ**  
**THE LIST OF PUBLISHED WORKS**

**I бўлим (I часть; I part)**

1. Бакоева Г.М. Фондовый рынок Узбекистана: особенности функционирования финансовых инструментов//Биржа Эксперт, 2009. - №11.- С.48-50. (08.00.00;№3)
2. Бакоева Г.М. Использование финансовых инструментов на международном инвестиционном рынке в условиях мирового финансово-экономического кризиса// Международные отношения, 2009. - №2. -С.66-71. (08.00.00;№6)
3. Бакоева Г.М. Особенности дальнейшего устойчивого развития фондового рынка в условиях Узбекистана// Биржа Эксперт, 2010. - №9.-С.57-60. (08.00.00;№3)
4. Бакоева Г.М. Деятельность коммерческих банков на фондовом рынке Республики Узбекистан в условиях посткризисного восстановления финансовой системы// Международные отношения, 2010. -№2. -С.44-50. (08.00.00;№6)
5. Бакоева Г.М. Рынок облигаций, как основной финансовый инструмент фондового рынка в условиях перехода к посткризисному периоду// Иқтисодиёт ва таълим, 2010. - №4.-С.69-72. (08.00.00;№11)
6. Bakoeva G.M. Instruments for financing innovation processes in the context of globalization and integration// Молия, 2014. - №3.-С.116-123. (08.00.00;№12)
7. Bakoeva G.M. Innovation technologies of financial system regulation in terms of regional integration// Иқтисодиёт ва таълим, 2015. - №1.-С.64-72. (08.00.00;№11)
8. Бакоева Г.М. Фундаментальный анализ при принятии инвестиционных решений на фондовом рынке// Международные отношения, 2015. -№4. –С.52-58. (08.00.00;№6)
9. Бакоева Г.М. Фундаментальный анализ и необходимость применения первичного размещения акций в условиях финансовой интеграции// Халқаро муносабатлар, 2018. -№2. - Б. 114-122. (08.00.00;№6)
10. Bakoeva G.M. Fundamental analysis and necessity of implementation of primary stock placement in financial integration conditions// International Journal of Research (IJR), Vol-06, Issue-03 March 2019. - P. 30-39. (Impact factor 5.60. (ICV) 100&Indexed in Thomson Reuters)
11. Бакоева Г.М. Опыт проведения первичного размещения акций в условиях Узбекистана и необходимость дальнейшего применения// Тридцать вторые Плехановские чтения: материалы международной научно-практической конференции (1-2 февраля 2019 г.). –Выездная сессия в г.Ташкенте.-М.:ФГБОУ ВО «РЭУ им.Г.В.Плеханова», 2019.-С.367-369.

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

13. Бакоева Г. М. Фундаментальный анализ при принятии инвестиционных решений на фондовом рынке// Бошқарув қарорлари қабул қилишнинг замонавий усуллари ва технологиялари: респ. илм.- амал. конф. матер. тўплами (ноябрь, 2014 й.). - Т.: Давлат бошқаруви академияси, 2014. - Б. 18-20.

14. Bakoeva G.M. Derivatives market at current terms of financial development// Замонавий жамият муаммолари ечимида инновацион ёндашувлар: республика илмий-амалий анжумани материаллари тўплами. - Т.: ТДЮУ, 2019. - Б. 93-96.

## **II бўлим (II часть; II part)**

15. Бакоева Г. М. Банковское обслуживание экспортных и импортных операций в условиях Узбекистана// Замонавий халқаро муносабатлар ва Ўзбекистон Республикасида ислохотларнинг долзарб муаммолари: республика илмий-амалий анжумани материаллари тўплами (май, 2005 й.). - Т.: ЖИДУ, 2005. - Б. 93-95.

16. Бакоева Г. М. Развитие банковского обслуживания экспортных и импортных операций// Замонавий халқаро муносабатлар ва Ўзбекистон Республикасида ислохотларнинг долзарб муаммолари: республика илмий-амалий анжумани материаллари тўплами (май, 2007 й.). - Т.: ЖИДУ, 2007. - Б. 126-129.

17. Бакоева Г. М. Особенности и механизм функционирования финансового фьючерса, как финансового инструмента на фондовом рынке// Замонавий халқаро муносабатлар: республика илмий-амалий анжумани материаллари тўплами (май, 2008 й.). - Т.: ЖИДУ, 2008. - Б. 61-64.

18. Бакоева Г. М. Фондовый рынок Узбекистана: проблемы и пути их решения в условиях Узбекистана// Замонавий халқаро муносабатлар: республика илмий-амалий анжумани материаллари тўплами (май, 2008 й.). - Т.: ЖИДУ, 2008. - Б. 19-23.

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

20. Бакоева Г. М. Роль финансовой стабильности и таможенного механизма в обеспечении экономической безопасности Узбекистана// Ўзбекистон Республикаси иқтисодий ҳавфсизлигини таъминлашда божхона механизмини такомиллаштириш масалалари: республика илмий-амалий

анжумани материаллари тўплами (28-29 май, 2008 й.). -Т.: Олий ҳарбий божхона институти, 2008. -Б. 75-77.

21.Бакоева Г. М. Современное состояние рынка ценных бумаг в Узбекистане: анализ деятельности банков и инвестиционных институтов// Глобаллашув жараёни: тенденциялари, истиқболлари ва муаммолари: республика илмий-амалий анжумани материаллари тўплами (ноябрь, 2008 й.). -Т.: ЖИДУ, 2008. -Б. 97-99.

22.Бакоева Г. М. Интеграционные процессы: особенности развития фондовых рынков стран СНГ в современных условиях// Глобаллашув жараёни: тенденциялари, истиқболлари ва муаммолари: республика илмий-амалий анжумани материаллари тўплами (ноябрь, 2008 й.). -Т.: ЖИДУ, 2008. -Б. 68-71.

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

24.Вакоева G.M. The world market of derivatives: are futures riskier than options? // Глобаллашув жараёни: тенденциялари, истиқболлари ва муаммолари: республика илмий-амалий анжумани материаллари тўплами (май, 2009 й.). -Т.: ЖИДУ, 2009. -Б. 136-138.

25.Бакоева Г. М. Значение финансовых инструментов в развитии мирового инвестиционного рынка// Глобаллашув жараёни: тенденциялари, истиқболлари ва муаммолари: республика илмий-амалий анжумани материаллари тўплами (май, 2009 й.). -Т.: ЖИДУ, 2009. -Б. 182-184.

26.Вакоева G.M. The world financial crisis: solutions that can be implemented against negative consequences in terms of Uzbekistan// Банк тизимини такомиллаштириш ва тижорат банклари инвестицион фаоллигини ошириш: республика илмий-амалий анжумани материаллари тўплами (11 май 2009 й.). -Т.: Ўзбекистон банк-молия академияси, 2009. -Б. 151-154.

27.Бакоева Г. М. Особенности минимизации рисков инвестиционной деятельности банков на рынке ценных бумаг// Банк тизимини такомиллаштириш ва тижорат банклари инвестицион фаоллигини ошириш: республика илмий-амалий анжумани материаллари тўплами (11 май 2009 й.). -Т.: Ўзбекистон банк-молия академияси, 2009. -Б. 410-413.

28.Бакоева Г. М. Особенности функционирования фондового рынка Германии в условиях интеграции Европейского Союза// Европа Иттифоқи ва Ўзбекистоннинг иқтисод ва бизнес соҳасидаги ҳамкорлиги: тадбиркорлик фаолияти истиқболлари: республика илмий-амалий анжумани материаллари тўплами (25 август 2010 й.). -Т.: ЖИДУ, 2010. -Б. 17-22.

29.Бакоева Г. М. Особенности дальнейшего устойчивого развития фондового рынка в условиях Узбекистана// Глобаллашувжараёнлари: тенденциялари, истиқболлари ва муаммолари: республика илмий-амалий анжумани материаллари тўплами (май, 2010 й.). -Т.: ЖИДУ, 2010. -Б. 8-10.

30. Бакоева Г. М. Молиявий глобаллашув шароитида Ўзбекистон Республикасида банкларнинг фонд бозорлари фаолиятини бошқаришдаги роли// Бюджет-солиқ ва монетар сиёсатни такомиллаштиришнинг долзарб масалалари: халқаро илмий-амалий анжумани материаллари тўплами (21 ноябрь, 2012 й.). -Т.: Ўзбекистон банк-молия академияси, 2012. -Б. 36-38.

31. Бакоева Г. М. Ўзбекистон фонд бозорида молиявий инструментлар самарадорлигини таъминлашда хисоб-клиринг фаолиятининг ўрни// Халқаро иқтисодиёт ривожланишини таҳлил ва башорат қилишнинг услубий масалалари: республика илмий-амалий анжумани материаллари тўплами (Июнь, 2012 й.). -Т.: ЖИДУ, 2012. -Б. 157-162.

32. Bakoeva G.M. Financing of innovation processes in terms of integration development// Халқаро иқтисодиёт ривожланишини таҳлил ва башорат қилишнинг услубий масалалари: республика илмий-амалий анжумани материаллари тўплами (Июнь, 2012 й.). -Т.: ЖИДУ, 2012. -Б. 67-70.

33. Bakoeva G.M. Portfolio investments: estimating the efficiency of financial tools as options and futures // Халқаро иқтисодиёт ривожланишини таҳлил ва башорат қилишнинг услубий масалалари: республика илмий-амалий анжумани материаллари тўплами (Июнь, 2012 й.). -Т.: ЖИДУ, 2012. -Б. 203-206.

34. Бакоева Г. М. Эффективность финансовых инструментов: международный опыт и перспективы применения в Узбекистане// Монография. -Т.: ЖИДУ, 2012. -Б. 188

35. Bakoeva G.M. Stocks and bonds in Uzbekistan: how to make right decision// Иқтисодиётни ривожлантиришнинг долзарб муаммолари ва истиқболлари: Олий таълим муассасалараро илмий-амалий анжумани материаллари тўплами (2013 й.). -Т.: Низомий номидаги Тошкент Давлат педагогика университети, 2012. -Б. 61-63.

36. Бакоева Г. М. Молиявий глобаллашув шароитида Ўзбекистон Республикасида банкларнинг фонд бозорлари фаолиятини бошқаришдаги роли// Иқтисодиётни модернизациялаш шароитида молия ва кредит муассасаларининг инвестицион фаоллигини ошириш: республика илмий-амалий анжумани материаллари тўплами (2013 й.). -Т.: Тошкент Давлат иқтисодиёт университети, 2013. -Б. 465-467.

37. Бакоева Г. М. Молиявий инструментлар самарадорлиги: халқаро инвестиция бозоридаги баҳолаш мезонлари// Сборник тезисов докладов республиканской научно-практической конференции молодых ученых, посвященной 70-летию Академии наук РУз. (26 декабря 2013 г.). -Т.: Академия наук РУз, 2013. -С. 157-158.

38. Бакоева Г. М., Каюмов Б. Формирование финансово-промышленных групп в целях стимулирования реального сектора национальной экономики// Аграр соҳани бошқаришнинг молия ва кредит механизмини такомиллаштириш: халқаро илмий-амалий анжумани материаллари тўплами (2014 й.). -Т.: Тошкент Давлат иқтисодиёт университети, 2014. -Б. 73-75.

39. Bakoeva G.M. Analysis of uzbek stock market in terms of international experience implementation// Жаҳон иқтисодиёти ривожланишининг таҳлили ва

прогноз қилишнинг услубий асосларини такомиллаштириш: республика илмий-амалий анжумани материаллари тўплами (21 октябрь 2014 й.). -Т.: ЖИДУ, 2014. -Б. 152.

40.Вакоева G.M. Securities market in Uzbekistan: stocks and bonds considerations// Аграр соҳани бошқаришнинг молия ва кредит механизмини такомиллаштириш: халқаро илмий-амалий анжумани материаллари тўплами (2014 й.). -Т.: Тошкент Давлат иқтисодиёт университети, 2014. -Б. 53-55.

41.Бакоева Г.М. Финансирование инновационных процессов в условиях интеграционного развития// Двадцать шестые международные Плехановские чтения: материалы международной научно-практической конференции. (1-2 февраля, 2013 г.). –М.: Российский экономический университет имени Г.В.Плеханова, 2013. –С. 349-352

42.Вакоева G.M. Financing of innovation processes in terms of integration development// Methodological issues of the analysis and forecasting of the world economy development: collection of the scientific articles of young scientists Joint WASEDA UNIVERSITY and UWED video conference (16 December, 2013). – Tokyo, 2014.

43.Вакоева G.M. Economic overview of Uzbekistan in two directions: methodological aspects of financial tools and free industrial zone establishment in terms of current development// Methodological issues of the analysis and forecasting of the world economy development: collection of the scientific articles of young scientists Joint WASEDA UNIVERSITY and UWED video conference (16 December, 2013). –Tokyo, 2014.

44.Бакоева Г. М. Финансовые инструменты// Учебно-методическое пособие по предмету для студентов 4 курса факультета МЭО. –Т.: УМЭД, 2014. –С. 98.

45.Бакоева Г. М. Молиявий инструментлар бозорида хисоб клиринг операцияларининг тутган ўрни// Сборник аналитических статей студентов 4 курса факультета МЭО в рамках предмета «Международная инвестиционная деятельность». –Т.: УМЭД, 2014. –С. 64.

46.Вакоева G.M. Modern conditions of decision making in stocks and bonds market in Uzbekistan in terms of financial globalization// Иқтисодиётни модернизация қилиш ва макроиқтисодий барқарорликка эришиш шароитида ижтимоий ва иқтисодий ислохотлар: ютуқлар, муаммолар ва ривожланиш истиқболлари: республика илмий-амалий анжумани материаллари тўплами (2014 й., 14 май). -Т.: Тошкент Давлат иқтисодиёт университети, 2014. -Б. 18-20.

47.Вакоева G.M. Innovations usage in terms of financial sphere development// Жаҳон иқтисодиёти ривожланишининг таҳлили ва прогноз қилишнинг услубий асосларини такомиллаштириш: республика илмий-амалий анжумани материаллари тўплами (21 октябрь 2014 й.). -Т.: ЖИДУ, 2014. -Б. 153.

48.Бакоева Г. М. Основные направления осуществления процессов модернизации во внешнеэкономической деятельности Узбекистана// Иқтисодиётни ривожлантиришнинг концептуал муаммолари: республика

илмий-амалий анжумани материаллари тўплами (21 октябрь 2015 й.). -Т.: ТДИУ, 2015. -Б. 66-68.

49. Bakoeva G.M. International experience of modernization processes in stock market of Uzbekistan// Иқтисодий ривожлантиришнинг концептуал муаммолари: республика илмий-амалий анжумани материаллари тўплами (21 октябрь 2015 й.). -Т.: ТДИУ, 2015. -Б. 34-35.

50. Bakoeva G.M. Making right decision while trading stocks and bonds in Uzbekistan// Ўзбекистон иқтисодийни модернизациялаш йўлида: ҳуқуқий ва иқтисодий ислохотлар: республика илмий-амалий анжумани материаллари тўплами (2015 й.). -Т.: ТДЮУ ва ЖИДУ, 2015. -Б. 314-316.

51. Бакоева Г. М. Халқаро инвестиция бозори ривожланиши шароитида молиявий инструментлар самарадорлигини белгиловчи омиллар таҳлили.// Ўзбекистон иқтисодийни модернизациялаш йўлида: ҳуқуқий ва иқтисодий ислохотлар: республика илмий-амалий анжумани материаллари тўплами (2015 й.). -Т.: ТДЮУ ва ЖИДУ, 2015. -Б. 323-325.

52. Bakoeva G.M. The role of innovation processes in development of financial sphere// Миллий иқтисодийни модернизациялаш: иқтисод ва ҳуқуқ: республика илмий-амалий анжумани материаллари тўплами (2015 й.). -Т.: ТДЮУ, 2015. -Б. 33-36.

53. Бакоева Г. М. Основные направления осуществления процессов финансовой модернизации во внешнеэкономической деятельности Узбекистана// Миллий иқтисодийни модернизациялаш: иқтисод ва ҳуқуқ: республика илмий-амалий анжумани материаллари тўплами (2015 й.). -Т.: ТДЮУ, 2015. -Б. 167-169.

54. Bakoeva G.M. Stock market of Uzbekistan: international experience of an effective implementation// Ҳозирги замон халқаро муносабатларининг долзарб масалалари: сиёсат, иқтисодий ва ҳуқуқ: ёш олимларнинг III- республика илмий-амалий анжумани материаллари тўплами ( 18 ноябрь 2015 й.). -Т.: ЖИДУ, 2015. -Б. 192-194.

55. Бакоева Г. М. Ўзбекистон шароитида қимматли қоғозлар бозорида молиявий инструментлардан фойдаланишнинг фундаментал хусусиятлари// Ҳозирги замон халқаро муносабатларининг долзарб масалалари: сиёсат, иқтисодий ва ҳуқуқ: ёш олимларнинг III- республика илмий-амалий анжумани материаллари тўплами ( 9 апрель 2015 й.). -Т.: ЖИДУ, 2015. -Б. 130-134.

56. Bakoeva G.M. Mechanism of innovation financing processes in terms of securities market integration// Макроиқтисодий муаммолар 2015: илмий мақолалар ва маърузалар тўплами (ноябрь 2015 й.). -Т.: ЖИДУ, 2015. -Б. 245-248.

57. Bakoeva G.M. Rebirth of the Silk Road and a New Era for Eurasia// Edited by Tadahiro Tsuji, Yiliang Wu and YugunRiku. Chapter 10. Economic overview of Uzbekistan. Published by YachiroShuppanCo, Ltd. Tokyo, 2015. –P.157-176.

58. Bakoeva G.M. Investments decision making through the fundamental analysis in securities market// Жаҳон иқтисодийнинг ривожланишини прогноз ва таҳлил қилишнинг методологик жиҳатлари: илмий мақолалар тўплами (декабрь 2015 й.). -Т.: ЖИДУ, 2015. -Б. 315-320.

59. Bakoeva G.M. Fundamental approach of innovation processes in financial integration terms// Зулфия давомчилари, 1-анъанавий илмий мақолалар тўплами.-Т.: ЖИДУ, 2015. -Б. 119-125.

60. Бакоева Г. М. Анализ использования инструментов финансирования: проектное финансирование в структуре банковской деятельности Узбекистана// Ўзбекистонда мустақиллик йилларида эришилган ижтимоий ва иқтисодий ютуқлар: назария ва амлиёт: республика илмий-амалий анжумани материаллари тўплами ( 29октябрь 2016 й.). -Т.: ТДЮУ, 2016. -Б. 327-332.

61. Бакоева Г. М. Методы государственного стимулирования инновационной деятельности в условиях развития экономики// Ўзбекистонда мустақиллик йилларида эришилган ижтимоий ва иқтисодий ютуқлар: назария ва амлиёт: республика илмий-амалий анжумани материаллари тўплами ( 5 ноябрь 2016 й.). -Т.: ТДЮУ, 2016. -Б. 168-171.

62. Бакоева Г. М. Молиявий менеджмент. Масалалар тўплами (практикум)// Ўқув қўлланма. -Т.: ЖИДУ, 2016. –Б.128.

63. Бакоева Г. М. Анализ использования инструментов финансирования: проектное финансирование в структуре банковской деятельности Узбекистана// Ўзбекистон Республикаси ташқи иқтисодий фаолиятининг ривожланиши ва иқтисодиёти модернизацияси: ёндашув, тенденция ва истиқболлари: республика илмий-амалий анжумани материаллари тўплами ( 17 январь 2017 й.). -Т.: ЖИДУ, 2017. -Б. 164-167.

64. Бакоева Г. М. Ўзбекистон Республикасида ташқи савдо оқимини молиявий жиҳатдан баҳолашнинг ўзига хос жиҳатлари ва истиқболлари// Реал секторда ишлаб чиқаришни модернизация ва диверсификация қилишда инновацион технологиялар: ёндашув, тенденция ва истиқболлари: республика илмий-амалий анжумани материаллари тўплами ( 7 апрель 2017 й.). -Т.: ТДИУ, 2017. -Б. 641-644.

65. Bakoeva G.M. Derivatives as the tool of innovation processes in terms of integration development // Ўзбекистонда иқтисодиётни ривожлантириш ва либераллаштиришнинг устувор йўналишлари ва долзарб муаммолари: республика илмий-амалий анжумани материаллари тўплами ( 4 май 2018 й.). -Т.:ТДЮУ, 2018. -Б. 232-234.

66. Bakoeva G.M. International experience of modernization processes in stock market of Uzbekistan // Ўзбекистонда иқтисодиётни ривожлантириш ва либераллаштиришнинг устувор йўналишлари ва долзарб муаммолари: республика илмий-амалий анжумани материаллари тўплами ( 4 май 2018 й.). -Т.:ТДЮУ, 2018. -Б. 245-247.

67. Бакоева Г. М. Психология в контексте принятия решений в финансовой и экономических сферах// Дипломатик кадрларни тайёрлашда ва уларнинг касбий фаолиятида психологиянинг ўрни ва аҳамияти : П-республика илмий-амалий анжумани материаллари тўплами ( 30 май 2018 й.). -Т.:ЖИДУ, 2018. -Б. 46-49.

68. Бакоева Г. М. Молиявий инструментлар ва уларнинг халқаро молиявий воситалар оқимини ташкил этишдаги ўрни// Улучшение инвестиционного климата страны-главный фактор привлечения иностранных

инвестиций в экономику Узбекистана: республика илмий-амалий анжумани материаллари тўплами ( 22 ноябрь 2018 й.). -Т.: ЖИДУ, 2018. -Б. 148-151.

69. Вакоева G.M. Fundamental analysis and necessity of implementation IPO (Initial Public Offering ) in terms of financial globalization // Улучшение инвестиционного климата страны-главный фактор привлечения иностранных инвестиций в экономику Узбекистана: республика илмий-амалий анжумани материаллари тўплами (22 ноябрь 2018 й.). -Т.: ЖИДУ, 2018. - Б. 123-127.

Автореферат «Халқаро муносабатлар» журнали таҳририятида таҳрирдан ўтказилди (06.09.2019 йил).

Босишга рухсат этилди: 16.09.2019 йил.  
Бичими 60x84 <sup>1</sup>/<sub>8</sub>, «Times New Roman»  
гарнитурда рақамли босма усулида босилди.  
Шартли босма табағи 4,3. Адади: 100. Буюртма: № 345.

---

ЖИДУда чоп этилди,  
100192, Тошкент ш., Мустақиллик шоҳ кўчаси, 54.